



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2014

Einfluss der Corporate Governance auf die CEO-Vergütung Schweizer Publikumsgesellschaften

Meyer, Conrad ; Barmettler, Peter

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-93554>

Book Section

Published Version

Originally published at:

Meyer, Conrad; Barmettler, Peter (2014). Einfluss der Corporate Governance auf die CEO-Vergütung Schweizer Publikumsgesellschaften. In: Meyer, Conrad; Pfaff, D. Finanz- und Rechnungswesen: Jahrbuch. Zürich: WEKA, 9-54.

Einfluss der Corporate Governance auf die CEO-Vergütung Schweizer Publikumsgesellschaften



Prof. Dr. Conrad Meyer ist Ordentlicher Professor für Betriebswirtschaftslehre und Inhaber des Lehrstuhls für Accounting der Universität Zürich. Zu seinen Spezialgebieten in Forschung und Lehre gehören das Financial Accounting sowie das Controlling. Er ist Präsident der Fachkommission für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER und war von 2002 bis 2013 Präsident des Expertenbeirats Finanzberichterstattung der SIX Swiss Exchange. Conrad Meyer ist Verfasser zahlreicher Publikationen und Beiträge in Fachzeitschriften. Gleichzeitig engagiert er sich in der Weiterbildung und Beratung von Dienstleistungs- und Industrieunternehmen. Er ist Mitglied verschiedener Verwaltungsräte.



Dr. Peter Barmettler ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Accounting der Universität Zürich. Nach erster Praxis bei der UBS AG und der Bank Julius Bär studierte er Betriebswirtschaftslehre an der Universität Zürich. Während und im Anschluss an das Studium war er in verschiedenen Stadt Zürcher Verwaltungseinheiten Controller und Mitglied des Grossen Gemeinderats der Stadt Adliswil. Seit 2008 ist er als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftslehre und als Lehrbeauftragter der Universität Zürich tätig. Er hat zum Thema «Transparenz Schweizer Managementvergütungen – Eine empirische Untersuchung zum Einfluss der Corporate Governance auf die CEO-Entschädigung Schweizer Publikumsgesellschaften» promoviert.¹ Peter Barmettler ist dipl. Handelslehrer und seit 2008 Dozent an der Akademie der Treuhand-Kammer in der Ausbildung zum dipl. Wirtschaftsprüfer.

¹ Detaillierte theoretische und empirische Ausführungen finden sich in: Barmettler (2013).

Inhaltsverzeichnis

1.	Aktuelles Regulierungsumfeld in der Schweiz.....	XX
1.1	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.....	XX
1.2	Corporate Governance-Richtlinie der SIX Swiss Exchange	XX
1.3	Transparenzgesetz (Art. 663b ^{bis} OR)	XX
1.4	Volksinitiative «gegen die Abzockerei» (Art. 95 Abs. 3 BV)	XX
1.5	Schwachstellen der aktuellen Regulierung.....	XX
2.	Konzept einer Good Compensation Governance.....	XX
2.1	Einflussfaktoren der Managementvergütung.....	XX
2.2	Markt- vs. Machtperspektive	XX
2.3	Einflussfaktor Corporate Governance	XX
2.4	Notwendigkeit einer umfassenden Regulierung	XX
3.	Empirische Untersuchung: Forschungsdesign.....	XX
3.1	Modellspezifikation	XX
3.2	Stichprobe	XX
3.3	Untersuchungszeitraum	XX
4.	Empirische Untersuchung: Deskriptive Statistik	XX
4.1	Höchste Vergütung der Geschäftsleitung.....	XX
4.2	Höchste Vergütung des Verwaltungsrats	XX
4.3	Corporate Governance.....	XX
4.4	Unternehmensgrösse und Unternehmensperformance.....	XX
5.	Empirische Untersuchung: Regressionsanalyse	XX
5.1	Einfluss der Vergütungs determinanten	XX
5.2	Robustheitstests.....	XX
5.3	Interpretation der Resultate	XX
6.	Schlussbetrachtung.....	XX
6.1	Vorschlag einer umfassenden Regulierung.....	XX
6.2	Beurteilung der Forderungen der Abzocker-Initiative	XX
	Literatur	XX

1. Aktuelles Regulierungsumfeld in der Schweiz

Kaum ein Thema hat die Gemüter in den letzten Jahren derart erhitzt, wie die alljährlich wiederkehrende Diskussion über die Managementvergütung in Publikumsgesellschaften.² Dabei scheint die Entrüstung in den Medien und an den Stammtischen – entgegen der Vorhersagen, dass sich die Volksseele an die astronomischen Summen gewöhnen würde – mit dem Anstieg der Saläre mühelos mitzuhalten.³ Insbesondere stehen seit jeher die Vergütungshöhe und die Leistungsabhängigkeit im Zentrum der Betrachtung.⁴ Die Debatte ist vorwiegend geprägt von Befürchtungen, Managerinnen und Manager bezögen exzessive Vergütungspakete, die in keinem Bezug zum effektiven individuellen Leistungsausweis und zur Unternehmensperformance stünden und sich infolge mangelhafter Transparenz einer genauen Überprüfung ihrer Leistungs- und Marktkonformität entzögen.⁵

Dies erklärt auch, dass sich neben der Wissenschaft verschiedene Interessengruppen sowie die Politik der Thematik rund um die Vergütung des Top-Managements angenommen haben.⁶ Die sich daraus entwickelte Regulierung von Managementvergütungen umfasst derzeit die folgenden Erlasse:

- Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance
- Corporate Governance-Richtlinie der SIX Swiss Exchange
- Transparenzgesetz (Art. 663b^{bis} OR)
- Volksinitiative «gegen die Abzockerei» (Art. 95 Abs. 3 BV)

Dabei hat die Regulierungsintensität (gemessen an der Einschränkung des Handlungsspielraums des Verwaltungsrats) kontinuierlich zugenommen. Geht es beim Swiss Code, bei der Corporate Governance-Richtlinie und beim Transparenzgesetz um die Offenlegung von Managementvergütungen, beinhaltet die Volksinitiative «gegen die Abzockerei», die am 3. März 2013 von Volk und Ständen deutlich angenommen wurde, neben einer beabsichtigten Stärkung der Aktionärsrechte in Vergütungsfragen ebenso eine inhaltliche Regulierung der Entschädigungen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung in Form von Verboten bestimmter Vergütungskategorien.

1.1 Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance

Der Swiss Code als Ausdruck der Selbstregulierung der Schweizer Wirtschaft wendet sich im Sinne von *Empfehlungen* an Publikumsgesellschaften. Er wurde vom Dachverband der Schweizer Wirtschaft *economiesuisse* am 25. März 2002 verabschiedet und beinhaltet neben den Empfehlungen zur Offenlegung von Angaben zur Corporate Governance auch solche zu den Aktionärsrechten, den Aufgaben und der Organisation von Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und Revision. Der angestammte Swiss Code sagt bezüglich der Transparenz von Managementvergütungen selber nichts aus. Empfehlungen finden sich erst im neuen «Anhang 1» sowie den «Erläuterungen zum Anhang 1», die integrierter Bestandteil des Empfehlungspapiers sind. Ziffer 8 von Anhang 1 sieht dabei vor, dass der Verwaltungsrat zuhanden der Generalversammlung jährlich einen Entschädigungsbericht verfasst, mit dessen Hilfe die Transparenz betreffend die Vergütung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung verbessert werden soll. Vorgaben einer inhaltlichen Regulierung von Managementvergütungen finden sich hingegen keine.

² Vgl. Leibfried (2010), S. 4.

³ Vgl. Schwarz (2004), S. 10.

⁴ Vgl. Core / Holthausen / Larcker (1999), S. 372.

⁵ Vgl. Andjelkovic / Boyle / McNoe (2002), S. 97.

⁶ Vgl. Göx (2008), S. 184.

1.2 Corporate Governance-Richtlinie der SIX Swiss Exchange

Praktisch zeitgleich am 1. Juli 2002 erliess die SIX Swiss Exchange die Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (RLCG), die von an der Schweizer Börse kotierten Gesellschaften erstmals im Geschäftsjahr 2002 umzusetzen war. Diese regelt die verbindliche Offenlegung von Corporate Governance-Aspekten, legt hingegen keine inhaltlichen Corporate Governance-Standards fest, sie überlässt dies den betroffenen Publikumsgesellschaften bzw. den Markterwartungen.⁷

Im Rahmen der Verschärfung der Offenlegungsvorschriften wurden mit der Einführung des Transparenzgesetzes per 1. Januar 2007 die bis dahin aufsichtsrechtlichen Publizitätsnormen in die handelsrechtlichen Bestimmungen übernommen. Damit verbunden war eine Revision der ursprünglichen RLCG im Sinne einer Streichung der Mehrheit der Bestimmungen des 5. Kapitels «Entschädigungen, Beteiligungen und Darlehen» per 20. September 2007. Neu müssen kotierte Gesellschaften in Sachen Managementvergütungen Informationen zu den *Grundlagen, Elementen* sowie den *Zuständigkeiten und Festsetzungsverfahren* offenlegen.⁸ Die revidierte RLCG fungiert dabei als Ergänzung zu den Offenlegungsvorschriften im Obligationenrecht, welche sich nur auf die absoluten Beträge der Vergütungen beziehen.

1.3 Transparenzgesetz (Art. 663b^{bis} OR)

Mit dem Transfer der Transparenznormen von der RLCG ins Obligationenrecht war eine materielle Verschärfung verbunden, die eine mehrheitlich individuelle Offenlegungspflicht vorsieht. Mit dieser dringlich erklärten und daher vorgezogenen Teilrevision des Aktienrechts sind für die Mitglieder von Verwaltungsrat und Beiräten Vergütungen, Darlehen und Kredite, Beteiligungen sowie Wandel- und Optionsrechte gesamthaft sowie individuell mit Angabe des Namens und der Funktion des betreffenden Mitglieds offenzulegen.⁹ Bei der Geschäftsleitung hingegen sind aus Wettbewerbsgründen Vergütungen sowie Darlehen und Kredite lediglich gesamthaft für das ganze Organ, die höchste Gesamtentschädigung eines Mitglieds (meist des Chief Executive Officer, kurz: CEO) sowie die Beteiligung an Aktien, Optionen und Wandelanleihen ebenfalls individuell mit Angabe von Namen und Funktion zu publizieren.¹⁰

1.4 Volksinitiative «gegen die Abzockerei» (Art. 95 Abs. 3 BV)

Als direkte Folge der verschärften Offenlegungspflicht bezüglich der Vergütungen einzelner Verwaltungsräte und des höchstverdienenden Geschäftsleitungsmitglieds hat sich die öffentliche Debatte im Anschluss an die Einführung des Transparenzgesetzes per 1. Januar 2007 nochmals intensiviert. Der Umstand, dass in einigen von der gleichzeitig einsetzenden Finanzmarktkrise am stärksten gebeutelten Publikumsgesellschaften trotz miserabler Unternehmensperformance – teilweise einer regelrechten Wertvernichtung – exorbitante Vergütungen an bestimmte Gruppen von Fach- und Führungskräften sowie an das Top-Management ausbezahlt wurden, hat der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» erst recht zum Durchbruch verholfen. Am 3. März 2013 akzeptierten Volk und Stände einen Forderungskatalog, welcher die Managementvergütungen kotierter Gesellschaften künftig auch inhaltlich regeln wird. Damit wurde die Schweiz auf einen Schlag zur Volkswirtschaft mit der restriktivsten Rechtsordnung punkto Managementvergütungen. Der Katalog gliedert sich in drei Kategorien:

⁷ Vgl. Aeschlimann et al. (2002), S. 1.

⁸ Vgl. Revidierter Kommentar zur RLCG, Stand am 20. September 2007, Ziff. 5.1.

⁹ Vgl. Art. 663b^{bis} Abs. 4 Ziff. 1 und Art. 663c Abs. 3 OR.

¹⁰ Vgl. Art. 663b^{bis} Abs. 4 Ziff. 2 und Art. 663c Abs. 3 OR.

■ Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre

Hierzu zählen die Genehmigung der Vergütungssummen von Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und der Beiräte, die Einzelwahl des Verwaltungsratspräsidiums bzw. der Mitglieder des Verwaltungsrats und des Vergütungsausschusses sowie der Stimmrechtsvertretung durch die Generalversammlung.

■ Neuerung der Wahl- und Abstimmungsmodalitäten der Generalversammlung

Neben der Erweiterung der Kompetenzen der Generalversammlung in Vergütungsfragen sollen deren Stimmabgabe vereinfacht und vor Beeinflussungen durch den Verwaltungsrat geschützt werden. Zu diesem Zweck werden die Pensionskassen zu einer transparenten Stimmabgabe im Interesse ihrer Versicherten verpflichtet und die Organ- und Depotstimmrechtsvertretung verboten. Zudem wird den Aktionären die Möglichkeit zur elektronischen Fernabstimmung eingeräumt.

■ Verbot bestimmter Vergütungsformen

Neben einer verbindlichen Abstimmung über die Vergütungssummen durch die Generalversammlung und einer transparenten, nicht beeinflussbaren Stimmabgabe umfasst die Abzocker-Initiative eine Reihe direkter Einschränkungen betreffend die Ausgestaltung von Vergütungsverträgen, wie z.B. das explizite Verbot von Antrittsprämien, Abgangsentschädigungen sowie Zahlungen bei Unternehmenskäufen.

Des Weiteren unterstehen Zuwiderhandlungen gegen die Vorschriften strafrechtlichen Sanktionen. Der Bundesrat beabsichtigt, die Initiativforderungen in einer eigenen *Verordnung gegen die Abzockerei (VgdA)* umzusetzen.¹¹ Hierbei sollen Elemente des indirekten Gegenentwurfs der Kommission für Rechtsfragen des Ständerats vom 25. Oktober 2010, der mit der Annahme der Volksinitiative formaljuristisch gegenstandslos wurde, dennoch Eingang in das geltende Recht finden (so beispielsweise die Pflicht zur Erstellung eines Entschädigungsberichts).

1.5 Schwachstellen der aktuellen Regulierung

Trotz aller Bestrebungen in Sachen Transparenz und inhaltlicher Regulierung von Managementvergütungen weist die aktuelle Regulierung in der Schweiz erhebliche Schwachstellen auf. Neben einer fehlenden Vergleich- und Beurteilbarkeit von Managementvergütungen zwischen den einzelnen Publikumsgesellschaften sowie innerhalb der gleichen Gesellschaft über die Zeit hinweg, gilt es primär die einseitige Fokussierung auf die Aktionärsrechte kritisch zu beurteilen.

Grundsätzlich ist zu erkennen, dass sich die derzeitige Regulierung sowie die momentanen Reformbemühungen praktisch ausschliesslich auf die Verbesserung der Vergütungstransparenz und die Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre beschränken. Eine nachhaltige Regulierung von Managementvergütungen sollte alle beteiligten Akteure mit einschliessen. Dazu gehören insbesondere auch der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung.

Daher erscheint es unverständlich, warum die Regulierung nicht bei den Determinanten der Managemententschädigungen ansetzt. Eine Erklärung für diesen Umstand ist wahrscheinlich im bisherigen Fehlen von Vergütungsstudien für den Schweizer Kapitalmarkt als Folge nicht existenter Daten zu suchen. Es bietet sich daher aus wissenschaftlicher Sicht an, vor jeglichen weiteren Regulierungsbestrebungen die Vergütungs determinanten bei Schweizer Publikumsgesellschaften zu erfassen und darauf aufbauend allfällige nachhaltige Regulierungsvorschläge zu skizzieren.

¹¹ Vgl. Verordnung gegen die Abzockerei (VgdA), Vorentwurf vom 14. Juni 2013.

2. Konzept einer Good Compensation Governance

Im klassischen Fall der Publikumsgesellschaft fallen Eigentum und Bewirtschaftung der gesellschaftlichen Ressourcen auseinander. Das mit den gegenläufigen Interessen und ungleich verteilten Informationen zwischen den Akteuren verbundene Konfliktpotential ist bekanntermassen ein klassisches Beispiel eines Prinzipal-Agenten-Problems.¹² Die Aktionäre sind die Auftraggeber (Prinzipale), welche die Führung ihres Unternehmens mehreren Beauftragten (Agenten), den Mitgliedern des Verwaltungsrats, übertragen. Diese wiederum können die Geschäftsleitung ganz oder teilweise an Dritte delegieren. Innerhalb der Beziehung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung kommt dem Verwaltungsrat die Rolle des Prinzipals zu, da die Geschäftsleitung bezüglich der Marktentwicklung und der möglichen Handlungsalternativen nochmals um einiges besser und schneller informiert ist als der Verwaltungsrat selber (sog. «natürlicher Wissensvorsprung der Geschäftsleitung»¹³). Ob die Geschäftsleitung diesen Umstand auch in Vergütungsfragen für ihre eigene Zwecke nutzen kann, hängt vom Wettbewerb auf dem jeweiligen Gütermarkt bzw. Markt für Managementdienstleistungen, von der Zusammensetzung und Konzentration des Aktionariats, der Struktur der obersten Führungsebene sowie vom regulatorischen Umfeld ab.

2.1 Einflussfaktoren der Managementvergütung

In der Wissenschaft herrscht Uneinigkeit darüber, welche Faktoren die Höhe und folglich auch das Wachstum der Managemententschädigungen massgeblich beeinflussen. Die *Marktperspektive* sucht die Erklärung bei den *ökonomischen Rahmenbedingungen* und fusst folglich auf volkswirtschaftlichen Theorien. Hingegen ortet die *Machtperspektive* die Einflussfaktoren der Verhandlungsmacht des CEO gegenüber dem Verwaltungsrat in der *innerbetrieblichen Ausgestaltung der Corporate Governance*.

Aus ökonomischer Sicht sind primär die Bedingungen auf dem Markt für Manager, deren individuelle Fähigkeiten sowie das Vergütungsniveau in Konkurrenzunternehmen von praktischer Relevanz. Hierbei handelt es sich um Faktoren, die *ausserhalb* eines betrachteten Unternehmens liegen.

Bei der Ausgestaltung der Corporate Governance geht es hingegen – mit Ausnahme der Vergütungstransparenz, die eine Disziplinierung über den Markt bezwecken sollte – um Führungs- und Überwachungsstrukturen auf der obersten Hierarchieebene und folglich um *unternehmensinterne* Stellgrössen. Von den Vertretern der Machtperspektive werden vier Ursachen für das Vergütungswachstum angeführt: Ineffiziente externe Kontrollmechanismen durch den Markt, eingeschränkte Kontrollfunktion des Verwaltungsrats, zusätzliche Machtanballung beim CEO durch Zugehörigkeit zum Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied bzw. durch Doppelmandat¹⁴ sowie beschränkte Kontrolle durch die Aktionäre.¹⁵

¹² Vgl. Jensen / Murphy / Wruck (2004), S. 21–22.

¹³ Amstutz (2007), S. 120.

¹⁴ Unter einem sog. «Doppelmandat» (auch als «Personalunion von VRP und CEO» bezeichnet) wird die gleichzeitige Besetzung von Geschäftsleitungs- und Verwaltungsratsvorsitz durch ein und dieselbe Person verstanden.

¹⁵ Vgl. Bebchuk / Fried / Walker (2002), S. 774–779; Bebchuk / Fried (2003), S. 73–74; Boyd (1994), S. 338; Tosi et al. (2000), S. 304; und Maug (1998), S. 66–67.

2.2 Markt- vs. Machtperspektive

Seit Längerem wird ein intensiver wissenschaftlicher Diskurs darüber geführt, wie das weltweite Wachstum der Managementvergütungen zu erklären ist und welches die Treiber dieser Entwicklung sein könnten. Dabei haben sich zwei wissenschaftliche Lager herauskristallisiert, deren Argumentationslinien einander diametral entgegenstehen. Die Vertreter der *Marktperspektive* (sog. «*Optimal Contract View*») qualifizieren die entrichteten Vergütungen als Resultat eines einwandfrei funktionierenden Marktprozesses, bei dem die voranschreitende Globalisierung zu grösseren und entsprechend komplexeren Unternehmen und damit auch zu anspruchsvolleren Managementaufgaben sowie einer grösseren Nachfrage nach Managementdienstleistungen geführt hat. Die hohen Vergütungen sind daher lediglich Ausdruck des relativ knapper werdenden Angebots an Managementdienstleistungen. Die Vertreter der *Machtperspektive* (sog. «*Managerial Power View*») teilen hingegen die Auffassung, dass die innerbetriebliche Macht des Managements bei der Festsetzung der eigenen Saläre den Haupttreiber solch hoher Entschädigungen darstellt. Von perfekt funktionierenden Märkten kann dabei nicht die Rede sein, da auf diesen lediglich das Wertgrenzprodukt der Managementleistung (und damit implizit die Unternehmensperformance), Angebot und Nachfrage sowie die Unternehmensgrösse als Determinante der Komplexität der Führungsaufgabe den Preis determinieren dürfen.

2.3 Einflussfaktor Corporate Governance

Um das Prinzipal-Agenten-Problem in der Frage rund um die Managementvergütung zu entschärfen, wird im Folgenden ein *Framework einer umfassenden «Compensation Governance»* als Leitlinie für eine nachhaltige Regulierung zur Diskussion gestellt. Dieses zieht neben der teilweise umgesetzten Vergütungstransparenz und der andiskutierten Erweiterung der Aktionärsrechte ebenso die Kontrollintensität des Verwaltungsrats sowie die einseitigen Einflussmöglichkeiten der Geschäftsleitung in die Überlegungen mit ein (vgl. *Abbildung 1*).

Ein Blick in die wissenschaftliche Literatur und in die globale Welt der Geschäftsberichte macht zwar schnell klar, dass viel über die «Compensation Governance» geschrieben wird. Es erstaunt jedoch, dass keine einheitliche Begriffsbestimmung existiert. Hierbei scheint es zweckmässig, auf die Definition bei Vogt (2012) abzustellen, wonach darunter «*eine in Sachen Vergütung von Verwaltungsrat und Management angemessene Organisation und Verfahrensordnung*» zu verstehen ist.¹⁶

Ein Blick auf die derzeit gültige Regulierung und die aktuellen Reformbemühungen zur Stärkung der Aktionärsrechte offenbart, dass die in die Wege geleitete Verbesserung der Salär-Governance ausschliesslich auf die Verbesserung der Vergütungstransparenz und die Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre abzielt. In der Diskussion rund um die Entwicklung von Managementvergütungen in der Schweiz fehlt es somit an einem umfassenden Regulierungsansatz zur Salär-Governance, welcher neben der Vergütungstransparenz und den Aktionärsrechten auch eine Gestaltung der Überwachungsfunktion des Verwaltungsrats sowie eine Begrenzung des Einflussbereichs des CEO mit einschliesst.

¹⁶ Vogt (2012), S. 48–49.

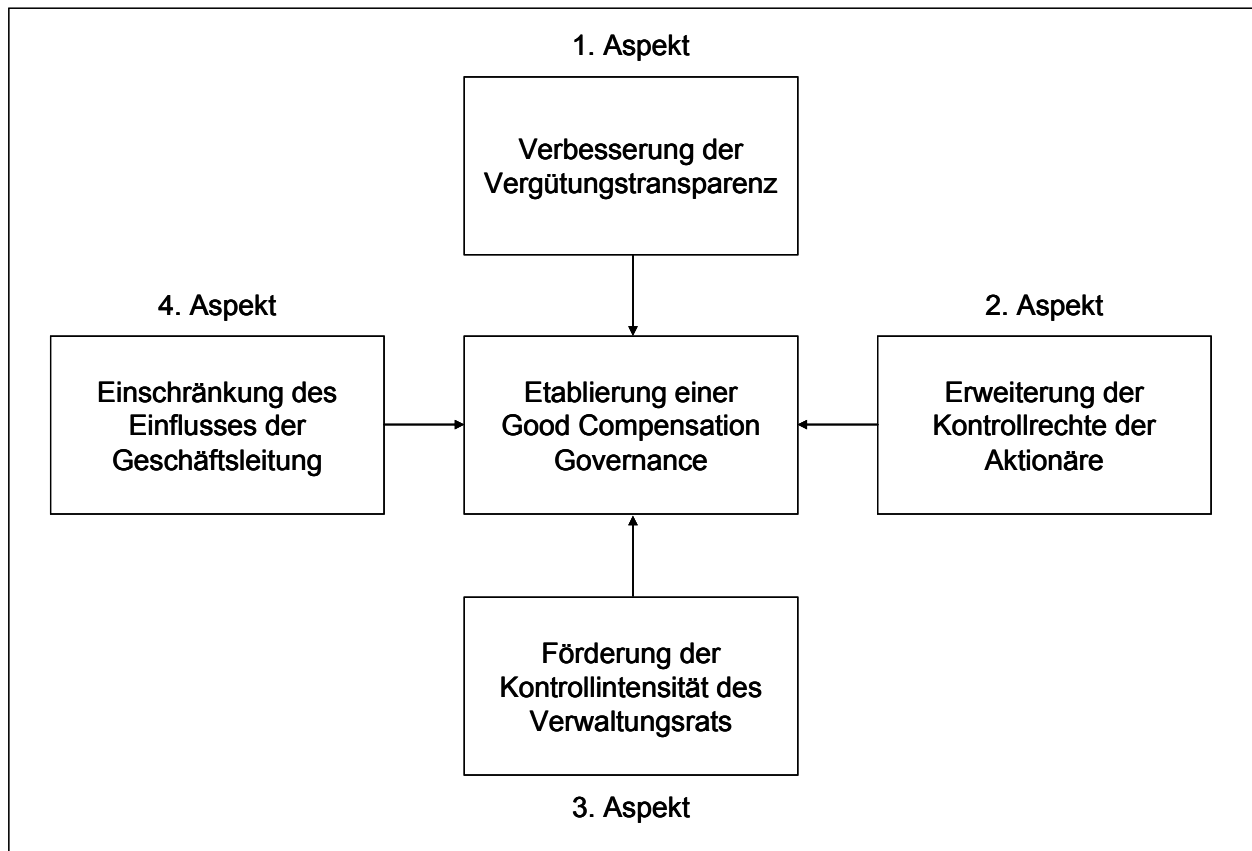


Abbildung 1: Die vier Aspekte einer Good Compensation Governance

2.4 Notwendigkeit einer umfassenden Regulierung

Ausgehend vom aktuellen Umfeld wird für die vier eingeführten Aspekte der Vergütungs-Governance im Sinne einer nachhaltigen Regulierung der nachfolgende Handlungsbedarf abgeleitet.

■ Verbesserung der Vergütungstransparenz

Obwohl in der Schweiz durch die aktuelle Regulierung im Handelsrecht ein stattliches Mass an Transparenz geschaffen wurde, hat eine Verbesserung der Salär-Governance hier zu beginnen. Grundsätzlich können die Vergütungen als transparent, nicht jedoch als vergleich bezeichnet werden.

Um den Vergleich zwischen den Unternehmen und innerhalb desselben Unternehmens über die Zeit hinweg zu verbessern, gilt es, einheitliche Vorgaben zu folgenden Aspekten zu schaffen:

- Umfang der Offenlegung (Zuordnung zwischen Geschäftsleitung und Verwaltungsrat bei Einsitz des CEO im Verwaltungsrat sowie bei Personalunion von VRP und CEO; Frage nach der Offenlegung der zweithöchsten Gesamtvergütung in der Geschäftsleitung bei Personalunion von VRP und CEO)
- Detaillierungsgrad der Offenlegung (Gliederungsvorschriften je Vergütungskategorie)
- Einheitliche Bewertungsvorschriften
- Klare Vorgaben bezüglich der periodengerechten Abgrenzung sowie der erfassten Vergütungen (z.B. Gewährung vs. definitive Zuteilung bzw. tatsächliche Auszahlung anteilsbasierter Salärkomponenten)
- Präzise Vorgaben zum Ort der Offenlegung bei Konzernverhältnissen.

Solche Leitlinien könnten beispielsweise in einer Verordnung zum Transparenzgesetz erlassen oder in die Corporate Governance-Richtlinie oder einen anderen Erlass der SIX Swiss Exchange Eingang finden. Es ist erstaunlich, dass bisher in der Öffentlichkeit die Forderung nach vergleichbaren Vergütungszahlen noch nicht postuliert wurde. Aktionäre und Medien scheinen sich offensichtlich mit der derzeit erschwerten Vergleichbarkeit zufrieden zu geben.

■ **Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre**

Eine Stärkung der Position des Aktionärs in Vergütungsfragen erscheint vor dem Hintergrund der Agency-Problematik theoretisch zweckmässig. Die derzeit in der Schweiz beabsichtigten Regulierungsschritte (vgl. die erweiterten Kontrollrechte der Aktionäre in Vergütungsfragen innerhalb der Verordnung gegen die Abzockerei) gehen zu einem grossen Teil genau in diese Richtung. Dieser Umstand erstaunt, da die Wirksamkeit dieser Massnahmen bis dato für die Schweiz empirisch noch nicht nachgewiesen werden konnte, da die entsprechenden Forderungen noch nicht in Rechtskraft erwachsen sind.

Alternativ kann nach dem Vorbild US-amerikanischer bzw. internationaler Forschung auf die statistische Schätzung des Einflusses von Hauptaktionären (Blockholders) abgestellt werden. Anhand des Einflusses der Eigentümerstruktur (Ownership Structure) kann auch für Schweizer Publikumsgesellschaften untersucht werden, ob die Stellung der Aktionäre ganz grundsätzlich einen Einfluss auf die CEO-Vergütung ausübt. Falls dem nicht so wäre, gälte es die Regulierungsbestrebungen um die Aktionärsrechte grundsätzlich zu hinterfragen.

■ **Förderung der Kontrollintensität des Verwaltungsrats**

In Publikumsgesellschaften ist es üblich, dass die Geschäftsführung entweder an einen oder mehrere Delegierte innerhalb des Verwaltungsrats oder an Dritte, eine Geschäftsleitung, übertragen wird. Der Verwaltungsrat fungiert hierbei aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie als Beauftragter der Eigentümer zur Überwachung der Geschäftsleitung. Damit sich die Mitglieder des exekutiven Managements vor dem Hintergrund von Informationsasymmetrien und Interessenkonflikten nicht ausschliesslich eigennützig verhalten, bedarf es sowohl entsprechender Anreize, d.h. leistungsorientierter und aktionärsfreundlicher Vergütungsstrukturen, als auch einer Kontrolle durch den Verwaltungsrat.

In der Vergütungsforschung wurde schon länger erkannt, dass die Höhe der Managementvergütung von der Kontrollintensität des Verwaltungsrats (als «Board Control» oder «Board Monitoring» bezeichnet) abhängt, welche wiederum von der Verwaltungsratsstruktur beeinflusst wird.

Eine nachhaltige Regulierung hat folglich neben der Eigentümer- auch die Verwaltungsratsstruktur und deren Einfluss auf die Kontrollfunktion des Verwaltungsrats gegenüber der Geschäftsleitung zu berücksichtigen.

■ **Einschränkung des Einflusses der Geschäftsleitung**

Neben einer schwachen Kontrolle durch die Aktionäre und den Verwaltungsrat können auch beim CEO bestimmte Konstellationen spielen, wodurch er selber eine besonders starke Machtposition einnimmt. Zum einen steigt die Macht des CEO mit steigender Amtsdauer. Da die Verantwortung des CEO bereits nach Amtsantritt maximal ist und entsprechend nicht mehr weiter ansteigen kann, und auch Beförderungen auszuschliessen sind, ist mit Ausnahme einer allfälligen Bindungsstrategie seitens des Verwaltungsrats davon auszugehen, dass der mit der Amtsdauer einhergehende Anstieg der Vergütung allenfalls auf einen über die Zeit einhergehenden Machteffekt zurückzuführen ist.

Von besonderem Interesse sind bei der Machtfrage des CEO die Sonderfälle der Zugehörigkeit zum Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied (als Mass eines gestiegenen Machtfaktors) sowie der gleichzeitigen Besetzung des Vorsitzes von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat in Form eines Doppelmandats (als Mass eines maximalen Machtfaktors).

3. Empirische Untersuchung: Forschungsdesign

Einen Regulierungsvorschlag für eine nachhaltige Compensation Governance zu skizzieren macht nur Sinn, wenn für die anvisierten Parameter nachgewiesen werden kann, dass sie in der Schweizer Vergütungspraxis effektiv einen Einfluss auf die Managementvergütung ausüben. Die Frage, welcher der beiden Erklärungsansätze – Markt- oder Machtperspektive – die Realität besser beschreibt, ist dabei insofern von Bedeutung, als dass hohe Vergütungen lediglich bei Gültigkeit der Marktperspektive als Ergebnis eines wohl funktionierenden Zusammenspiels von Angebot und Nachfrage ökonomisch gerechtfertigt sind.¹⁷ Nach der Machtperspektive sind die hohen Saläre Ausdruck der Machtverteilung auf der obersten Unternehmensebene und nicht zwingend einer hohen Performance bzw. einer Knappheit an Managementleistungen. Aus Sicht der Corporate Governance – bei der die Aktionärsinteressen im Mittelpunkt stehen – ist diese Frage zentral.

Klare empirische Evidenz zu diesem Sachverhalt wäre denn auch für die gesellschaftspolitische Diskussion rund um hohe Managerlöhne von Relevanz. Denn es verbleibt in einer liberalen Gesellschaft bei der Frage «Wie viel ist gut und noch erlaubt?» offenkundig nur ein einziger sachlicher Anknüpfungspunkt und dieser ist die ökonomische Rechtfertigung. Und genau hier setzt die vorliegende Untersuchung zum Einfluss der Corporate Governance an.

Die Erhebung soll zum einen eine grosse Stichprobe umfassen und zum anderen einen Mehrjahresvergleich seit der Einführung des Transparenzgesetzes ermöglichen, um insbesondere auch allfällige Entwicklungstendenzen zu erfassen. Im Zentrum steht die Frage, wie sich die Ausgestaltung der Corporate Governance auf die Managementvergütung Schweizer Publikumsgesellschaften auswirkt.

3.1 Modellspezifikation

Zwecks Reduktion von Multikollinearität¹⁸ wird der Einfluss der drei Gestaltungsaspekte der postulierten Good Compensation Governance *Eigentümerstruktur*, *Kontrollintensität des Verwaltungsrats* und *Einfluss der Geschäftsleitung* in drei separaten Partialmodellen erhoben. Dabei werden für jeden Aspekt je drei Proxy-Variablen¹⁹ untersucht.

Es sind dies für das Partialmodell 1 zur Eigentümerstruktur der Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs (BLOCKHOLDER_OWNERSHIP), Hauptaktionäre mit Einsitz im Verwaltungsrat (BLOCKHOLDER_BOARD) und Hauptaktionäre, die gleichzeitig den CEO-Posten einnehmen (BLOCKHOLDER_CEO).

¹⁷ Vgl. Kaplan (2008), S. 28.

¹⁸ Multikollinearität bezeichnet das Problem einer hohen Korrelation zwischen zwei oder mehreren unabhängigen Variablen in einem multiplen Regressionsmodell; vgl. Wooldridge (2013), S. 91–93 und 847.

¹⁹ Unter einer sog. «Proxy-Variable» versteht man eine zu einer interessierenden, jedoch nicht selber beobachtbaren Variable verwandte Messgrösse. Es handelt sich um ein Konstrukt zur Überwindung des Problems unbeobachtbarer Variablen; vgl. Wooldridge (2013), S. 299 und 849.

Mittels Partialmodell 2 zur Kontrollintensität des Verwaltungsrats soll der Einfluss der Unabhängigkeit der Mitglieder (BOARD_INDEPENDENCE), der Grösse (BOARD_SIZE) sowie der Existenz eines Vergütungsausschusses (COMPENSATION_COMMITTEE) erhoben werden.

In Partialmodell 3 wird der Einfluss der Geschäftsleitung durch die Amtsdauer des CEO (CEO_TENURE), den Einsitz des CEO im Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied (BOARD_MEMBERSHIP) und die Personalunion von VRP und CEO (DUALITY) operationalisiert.

Die gemäss bisheriger Forschung stärksten Einflussfaktoren – die Unternehmensgrösse (SIZE) und die Unternehmensperformance (PERFORMANCE) – werden in die Untersuchung mit einbezogen, um nicht beobachtbare Einflussfaktoren auszuschliessen.²⁰

3.2 Stichprobe

Dank der relativ übersichtlichen Anzahl von an der SIX Swiss Exchange kotierten Gesellschaften ist es das erklärte Untersuchungsziel, alle von den Offenlegungsvorschriften betroffenen Unternehmen in die Untersuchung mit einzubeziehen. Die Grundgesamtheit bildet der Swiss All Share Index, welcher die 252 an der SIX Swiss Exchange primärkotierten Gesellschaften umfasst (Stand Ende 2010).²¹ Hiervon fallen weg: Gesellschaften ohne zeitlich durchgehende Kotierung, Gesellschaften mit einer vom Kalenderjahr abweichenden Geschäftsperiode, Investment- und Immobiliengesellschaften ohne eigene Geschäftsleitung (Managementvertrag mit einer Drittgesellschaft), Gesellschaften mit mangelnder Offenlegung bzw. Vergleichbarkeit der Daten sowie Gesellschaften, bei denen gewisse Kontrollvariablen für die Regressionsanalyse inadäquate Werte aufweisen. Die Stichprobe umfasst schliesslich 181 Gesellschaften, was rund 72% bzw. drei Viertel der Grundgesamtheit ausmacht (vgl. *Abbildung 2*).

An der SIX Swiss Exchange kotierte Beteiligungsrechte	328
./. Sekundärkotierungen	45
= An der SIX Swiss Exchange primärkotierte Beteiligungsrechte	283
./. Mehrfachkotierungen (Gesellschaften mit >1 Beteiligungsrechten)	31
= An der SIX primärkotierte Gesellschaften mit Beteiligungsrechten (Grundgesamtheit)	252
./. Fehlende durchgehende Kotierung	10
./. Beschränkung auf Reportingperiode 1. Januar – 31. Dezember	30
./. Keine eigene Geschäftsleitung (Managementvertrag)	12
./. Mangelnde Offenlegung	10
./. Mangelnde Vergleichbarkeit	6
./. Inadäquate Werte bei Kontrollvariablen	3
= Stichprobe	181

Abbildung 2: Herleitung der Stichprobe per 31. Dezember 2010

²⁰ Die bisherigen empirischen Studien kommen praktisch übereinstimmend zum Ergebnis, dass rund 40% der Varianz der CEO-Vergütung zwischen den Unternehmen auf Unterschiede in der Unternehmensgrösse zurückzuführen sind. Somit ist die Unternehmensgrösse mit Abstand der Einflussfaktor mit dem grössten Erklärungsgehalt. Die Performance vermag hingegen lediglich 5% der Varianz zu erklären; vgl. Tosi et al. (2000), S. 301.

²¹ Vgl. Ziff. 1.1 Reglement Swiss All Share Index.

3.3 Untersuchungszeitraum

Erfasst werden die Daten für die Jahre 2007 bis 2010 im Anschluss an die Einführung des Transparenzgesetzes. In Kombination mit der Stichprobe von 181 Publikumsgesellschaften resultieren 724 Beobachtungen für die Regressionsanalyse. Die Darstellung der Entwicklung der Vergütungen für die beiden Organe Geschäftsleitung und Verwaltungsrat basiert auf 1448 Datenpunkten (vgl. *Abbildung 3*).

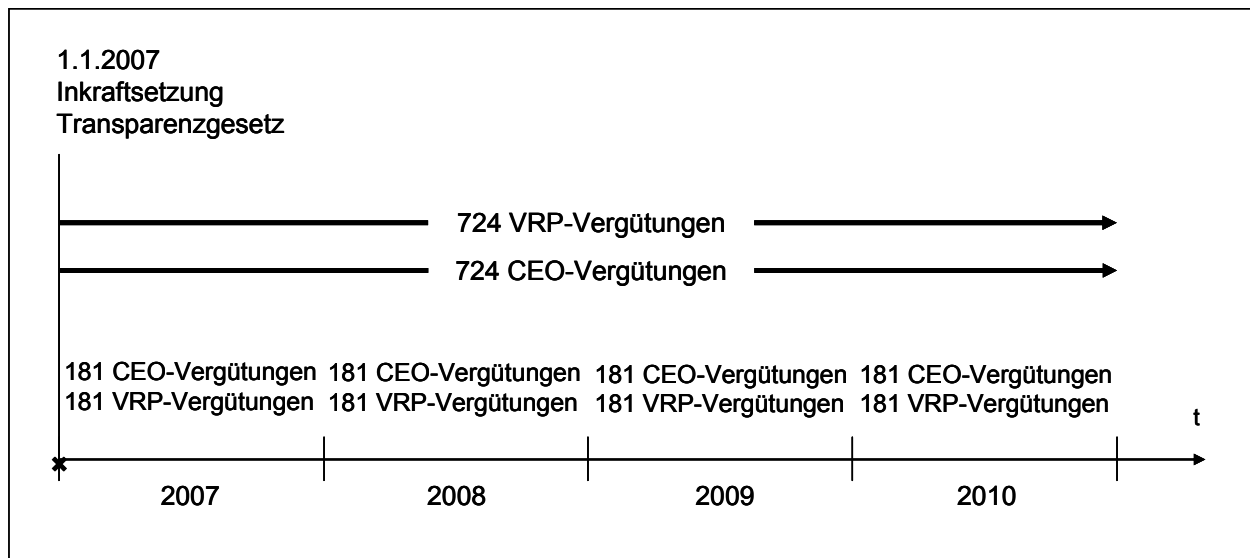


Abbildung 3: Zeitliche Untersuchungsanordnung von 2007 bis 2010

4. Empirische Untersuchung: Deskriptive Statistik

Die Ausführungen zur deskriptiven Statistik sollen einen ersten Eindruck zur Entwicklung der Managementvergütung sowie der Verteilung der Vergütungs determinanten geben, ohne auf die Wirkungsbeziehungen einzugehen.

4.1 Höchste Vergütung der Geschäftsleitung

Für die multiple Regressionsanalyse wird bei der abhängigen Variable der Managementvergütung von der CEO-Vergütung (CEO_PAY) gesprochen, obwohl es sich hier um eine Vereinfachung handelt. Genau genommen wird darunter analog den Vorgaben des Transparenzgesetzes die höchste Vergütung verstanden, die innerhalb der Geschäftsleitung entrichtet wird. In den meisten Fällen – in der vorliegenden Untersuchung in rund 94% der Beobachtungen – handelt es sich um die CEO-Vergütung. In einzelnen Fällen kommt es jedoch vor, dass dem CFO (in 1% der Beobachtungen), einem übrigen Geschäftsleitungsmitglied oder dem CEO einer Tochtergesellschaft respektive Geschäftseinheit (in 5% der Beobachtungen) die höchste Entschädigung zukommt.

Die CEO-Vergütung wird für vier Kategorien berechnet (vgl. Abbildung 4):

- Kategorie 1: Die CEO-Vergütung aller 181 Gesellschaften der Stichprobe (CEO_PAY).
- Kategorie 2: Die Vergütung der CEOs, die als ordentliches Mitglied zum Verwaltungsrat gehören (CEO_PAY if CEO = ord. VR). Diese machen über die Beobachtungsperiode betrachtet 20.2%, respektive 1/5 der Stichprobe aus.
- Kategorie 3: Die Vergütung von CEOs mit Personalunion (CEO_PAY if CEO = VRP). Deren Anteil an der Stichprobe beträgt über die Beobachtungsperiode 11.3%, respektive gut 1/9 der Stichprobe.
- Kategorie 4: Die Vergütung für alle sog. «einfachen» CEOs, die dem Verwaltungsrat weder als ordentliches Mitglied noch als VRP angehören (CEO_PAY if CEO ≠ VR). Mit 68.5% des Stichprobenumfangs gehören rund 2/3 der Beobachtungen dieser grössten Kategorie an.

Variable	Jahr	Beobachtungen	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Maximum
CEO_PAY (Höchste Vergütung innerhalb der Geschäftsleitung)	2007	181	2'445'048	3'758'645	173'731	22'300'000
	2008	181	2'005'960	3'127'915	126'968	20'800'000
	2009	181	2'031'306	3'014'335	105'448	20'500'000
	2010	181	2'011'757	2'474'409	95'455	15'600'000
	2007–2010	724	2'123'518	3'126'349	95'455	22'300'000
CEO_PAY if CEO = ord. VR (Höchste Vergütung innerhalb der Geschäftsleitung für CEO = ordentliches Mitglied des Verwaltungsrats)	2007	39	2'285'364	3'285'538	300'000	17'800'000
	2008	37	1'862'637	2'183'671	271'000	8'718'992
	2009	36	2'079'586	2'360'140	334'330	10'900'000
	2010	34	2'457'110	2'722'338	305'000	11'600'000
	2007–2010	146	2'167'490	2'663'289	271'000	17'800'000
CEO_PAY if CEO = VRP (Höchste Vergütung innerhalb der Geschäftsleitung für CEO mit Personalunion zum VR-Präsidenten)	2007	22	4'684'813	6'386'794	173'731	21'600'000
	2008	20	3'294'747	4'611'378	126'968	20'500'000
	2009	21	3'625'323	5'130'752	105'448	20'500'000
	2010	19	2'358'750	2'305'106	95'455	7'322'394
	2007–2010	82	3'535'474	4'893'281	95'455	21'600'000
CEO_PAY if CEO ≠ VR (Höchste Vergütung innerhalb der Geschäftsleitung für CEO ≠ Mitglied des Verwaltungsrats)	2007	120	2'086'321	3'107'754	205'876	22'300'000
	2008	124	1'840'857	3'055'103	221'490	20'800'000
	2009	124	1'747'335	2'629'764	209'235	19'200'000
	2010	128	1'841'953	2'428'754	205'961	15'600'000
	2007–2010	496	1'877'146	2'808'644	205'876	22'300'000

Abbildung 4: Deskriptive Statistik: Höchste Vergütung der Geschäftsleitung

Die graphische Darstellung der CEO-Vergütungen lässt im Anschluss an die Einführung des Transparenzgesetzes – und zeitgleich mit dem Eintreten der Finanzmarktkrise – einen markanten Rückgang in allen vier Kategorien erkennen (vgl. Abbildung 5).

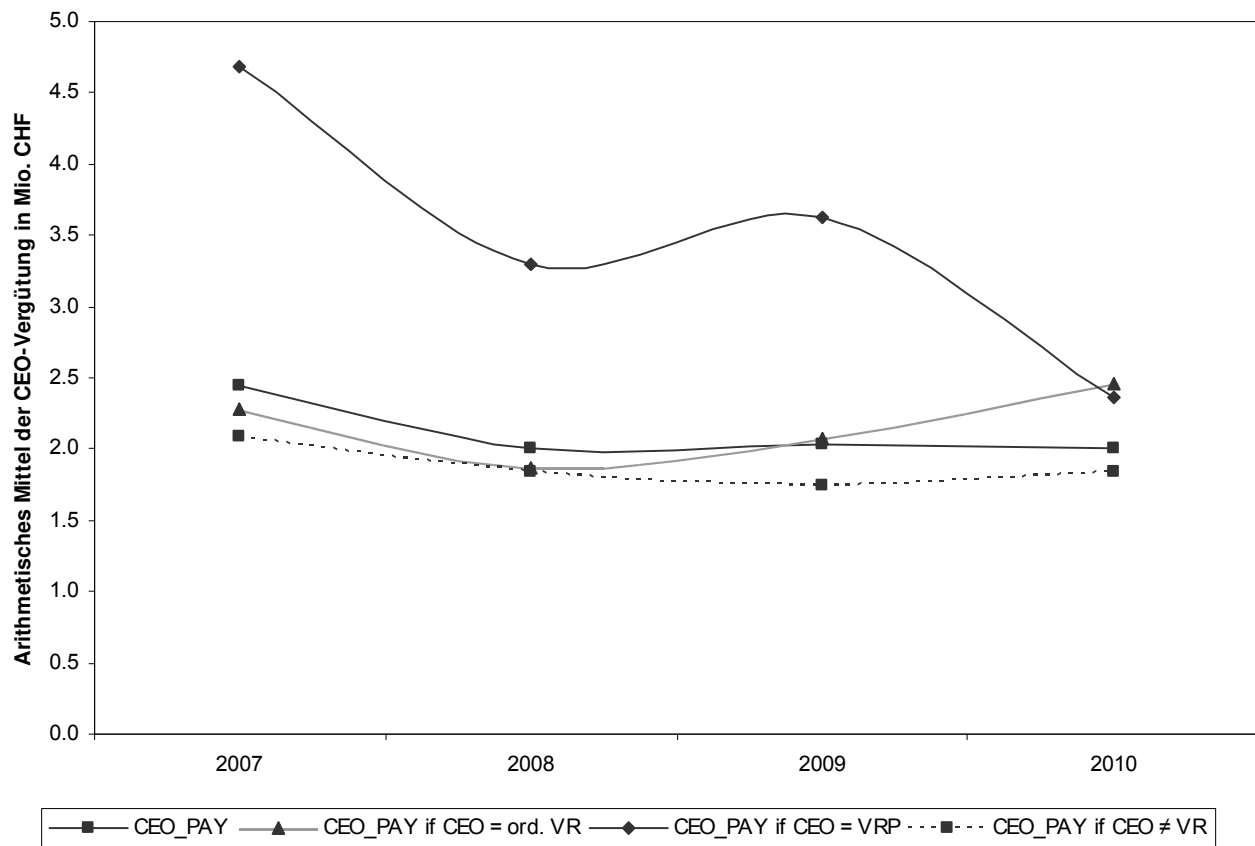


Abbildung 5: Entwicklung der CEO-Vergütung von 2007 bis 2010

4.2 Höchste Vergütung des Verwaltungsrats

Ebenfalls soll ein Blick auf die Entschädigungen des Verwaltungsrats geworfen werden. Da diejenigen Mitglieder des Verwaltungsrats von Interesse sind, die bei der Analyse der Geschäftsleitung noch nicht miteinbezogen wurden, steht die höchste Vergütung der nicht-exekutiven Verwaltungsratsmitglieder im Fokus (vereinfachend als CHAIRMAN_PAY bezeichnet; vgl. Abbildung 6). In 90% der 724 Beobachtungen geht die höchste Vergütung in der Tat an den Verwaltungsratspräsidenten.

Variable	Jahr	Beobach- tungen	Mittelwert	Standard- abweichung	Minimum	Maximum
CHAIRMAN_PAY (Höchste Vergütung eines nicht-exekutiven Verwaltungsrats)	2007	181	577'795	1'512'223	0	14'600'000
	2008	181	474'007	1'180'982	0	13'900'000
	2009	181	461'325	901'699	0	7'487'836
	2010	181	523'330	1'134'473	0	8'326'344
	2007–2010	724	509'114	1'200'634	0	14'600'000

Abbildung 6: Deskriptive Statistik: Höchste Vergütung des Verwaltungsrats

Die durchschnittliche Vergütung des nicht-exekutiven Verwaltungsratspräsidiums sinkt in 2008 im Vergleich zum Vorjahr um 18% und somit gleich stark wie diejenige der gesamten CEOs. Nach einer abermaligen, jedoch leichten Reduktion in 2009 steigen die Vergütungen sowohl beim Verwaltungsrat als auch bei der Geschäftsleitung (mit Ausnahme der Personalunion) in 2010 wieder an (vgl. Abbildungen 5 und 7).

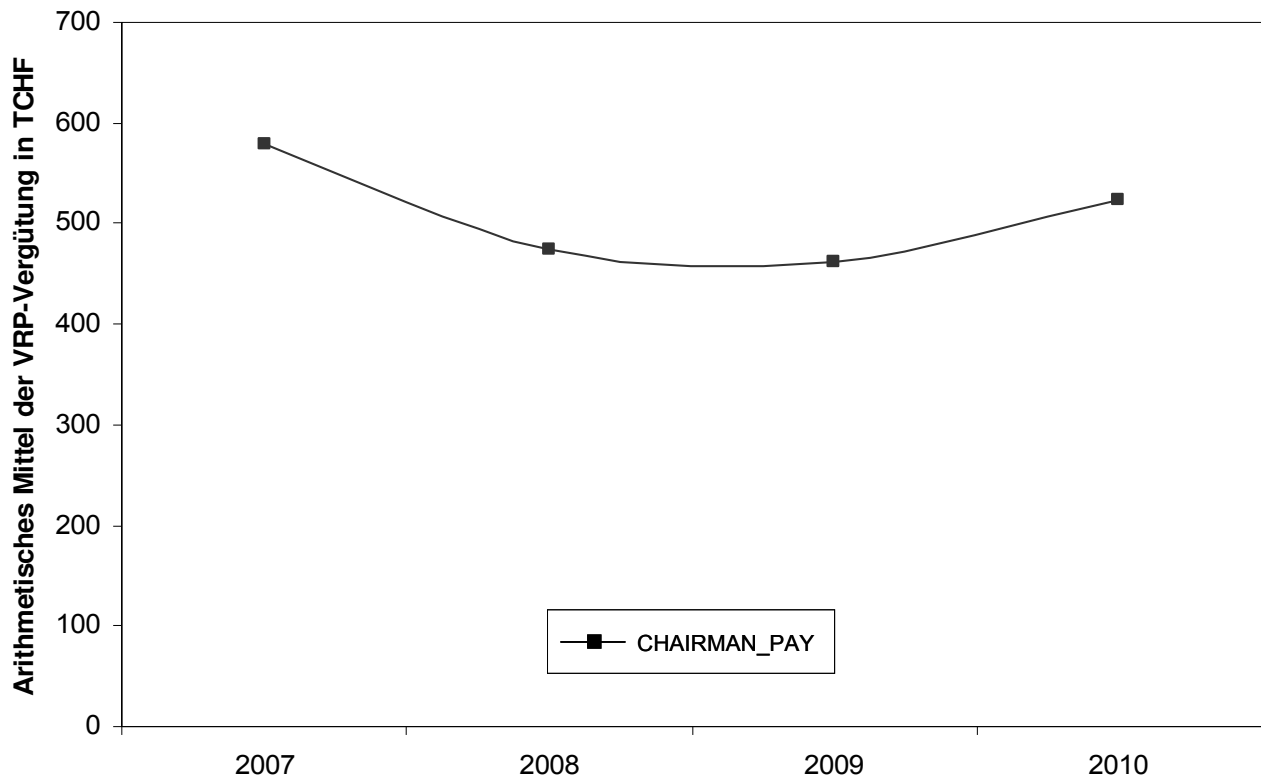


Abbildung 7: Entwicklung der Vergütung nicht-exekutiver Verwaltungsratspräsidenten von 2007 bis 2010

4.3 Corporate Governance

Bei den Corporate Governance-Variablen zeigt sich eine stabile Verteilung, welche sich im Detail wie folgt darstellt (vgl. Abbildung 8):

- Der Beteiligungsumfang des jeweils grössten Aktionärs bewegt sich in einer Bandbreite zwischen 0.3% und 100% und beträgt im Schnitt knapp 35%. In rund 70% der Fälle nimmt der Hauptaktionär im Verwaltungsrat Einsitz, hingegen nur in knapp 10% der Unternehmen stellt er selber den CEO.
- In rund 58% der Beobachtungen ist der Verwaltungsrat als unabhängig im Sinne der hier gewählten Definition zu beurteilen. Bei diesen Unternehmen gehört kein Mitglied des Verwaltungsrats gleichzeitig der Geschäftsleitung an. Die personelle Trennung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung wird folglich nur in etwas mehr als der Hälfte der Beobachtungen praktiziert. Der Mittelwert beträgt in 2007 rund 56% und steigt bis 2010 auf 59% leicht an.
- Die Grösse des Verwaltungsrats erstreckt sich über ein Spektrum von 3 bis 19 Mitgliedern. Der Mittelwert beträgt konstant rund 7 Mitglieder. Die Standardabweichung beträgt tiefe 37% vom Mittelwert. Entsprechend bewegt sich die Verwaltungsratsgrösse einer Mehrheit im Bereich zwischen rund 4.5 und knapp 10 Mitgliedern.
- Durchschnittlich 78% der kotierten Unternehmen haben einen Vergütungsausschuss. Dieser Anteil nimmt in den vier Jahren des Beobachtungszeitraums von 76% auf 79% leicht zu.

- Die Amtsdauer des CEO beläuft sich im Schnitt auf 5.6 Jahre. Bei neu eingesetzten CEOs beträgt sie selbsterklärend 0, in einem Extremfall, in dem der Gründer bis zum Ende der Beobachtungsperiode noch als CEO amtiert, 33 Jahre.
- In 20.2% der Beobachtungen gehört der CEO gleichzeitig als ordentliches Mitglied dem Verwaltungsrat an, in 11.3% der Fälle nimmt er neben dem Vorsitz der Geschäftsleitung auch gleich das Verwaltungsratspräsidium ein. Dies deckt sich folgerichtig mit dem Umfang der Kategorien 2 und 3 bei der deskriptiven Statistik zur höchsten Vergütung der Geschäftsleitung (vgl. *Abbildung 4*). Somit ist zu vermuten, dass in 20% der Fälle das Risiko einer leichten Machtanballung und in weiteren 11% der Fälle das Risiko einer starken Machtanballung beim CEO besteht.

Variable	Jahr	Beobach- tungen	Mittelwert	Standard- abweichung	Minimum	Maximum
blockholder ownership	2007	181	33.675	23.896	0.3	99
	2008	181	34.613	24.886	0.3	100
	2009	181	35.315	24.855	0.3	100
	2010	181	35.232	24.904	0.3	100
	2007–2010	724	34.709	24.596	0.3	100
blockholder board	2007	181	0.680	0.468	0	1
	2008	181	0.696	0.461	0	1
	2009	181	0.702	0.459	0	1
	2010	181	0.702	0.459	0	1
	2007–2010	724	0.695	0.461	0	1
blockholder ceo	2007	181	0.099	0.300	0	1
	2008	181	0.094	0.293	0	1
	2009	181	0.094	0.293	0	1
	2010	181	0.094	0.293	0	1
	2007–2010	724	0.095	0.294	0	1
board independence	2007	181	0.558	0.498	0	1
	2008	181	0.580	0.495	0	1
	2009	181	0.580	0.495	0	1
	2010	181	0.591	0.493	0	1
	2007–2010	724	0.577	0.494	0	1
board size	2007	181	7.249	2.627	3	18
	2008	181	7.210	2.667	3	18
	2009	181	7.160	2.661	3	19
	2010	181	7.110	2.728	3	18
	2007–2010	724	7.182	2.666	3	19
compensation committee	2007	181	0.757	0.430	0	1
	2008	181	0.773	0.420	0	1
	2009	181	0.779	0.416	0	1
	2010	181	0.790	0.408	0	1
	2007–2010	724	0.775	0.418	0	1

Variable	Jahr	Beobach- tungen	Mittelwert	Standard- abweichung	Minimum	Maximum
ceo tenure	2007	181	5.575	4.889	0	30
	2008	181	5.652	5.183	0	31
	2009	181	5.635	5.076	0	32
	2010	181	5.613	5.295	0	33
	2007–2010	724	5.619	5.102	0	33
board membership	2007	181	0.215	0.412	0	1
	2008	181	0.204	0.404	0	1
	2009	181	0.199	0.400	0	1
	2010	181	0.188	0.392	0	1
	2007–2010	724	0.202	0.402	0	1
duality	2007	181	0.122	0.328	0	1
	2008	181	0.110	0.314	0	1
	2009	181	0.116	0.321	0	1
	2010	181	0.105	0.307	0	1
	2007–2010	724	0.113	0.317	0	1

Abbildung 8: Deskriptive Statistik: Corporate Governance

4.4 Unternehmensgrösse und Unternehmensperformance

Im Rahmen der deskriptiven Auswertung soll auch die statistische Verteilung der Kontrollvariablen aufgeführt werden. Kontrolliert wird für Unterschiede in der Unternehmensgrösse (SIZE) und der Unternehmensperformance (PERFORMANCE) mit rechnungslegungs- und marktbasierten Grössen. Infolge des Ausbruchs der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 erfahren die beiden Grössenvariablen REVENUE und MARKET_CAPITALISATION einen markanten Einbruch, wobei sich beide im Jahr 2009 wieder erholen. Die Bilanzsumme (TOTAL_ASSETS) vermindert sich mit einer Verzögerung über insgesamt drei Jahre von 2008 bis 2010. Neben einer hohen Volatilität der rechnungslegungs-basierten Renditegrössen ROE und ROA sticht vor allem die negative Aktienkursrendite (STOCK_RETURN) im Jahr 2008 bei Ausbruch der Finanzmarktkrise ins Auge. Diese hat sich gegen Ende des Beobachtungszeitraums zwar wieder erholt, wenn auch im Anschluss das Niveau der Aktienkurse ein wesentlich tieferes ist (vgl. Abbildung 9).

Variable	Jahr	Beobach- tungen	Mittelwert	Standard- abweichung	Minimum	Maximum
revenue	2007	181	4.23 Mrd.	12.3 Mrd.	165'000	108 Mrd.
	2008	181	3.60 Mrd.	10.5 Mrd.	25'000	103 Mrd.
	2009	181	3.87 Mrd.	11.7 Mrd.	68'000	101 Mrd.
	2010	181	4.01 Mrd.	11.9 Mrd.	68'000	105 Mrd.
	2007–2010	724	3.93 Mrd.	11.6 Mrd.	25'000	108 Mrd.
total assets	2007	181	31.1 Mrd.	200 Mrd.	7'156'000	2'270 Mrd.
	2008	181	27.3 Mrd.	175 Mrd.	5'092'000	2'010 Mrd.
	2009	181	23.4 Mrd.	130 Mrd.	2'791'000	1'340 Mrd.
	2010	181	23.0 Mrd.	128 Mrd.	2'790'000	1'320 Mrd.
	2007–2010	724	26.2 Mrd.	161 Mrd.	2'790'000	2'270 Mrd.

Variable	Jahr	Beobach- tungen	Mittelwert	Standard- abweichung	Minimum	Maximum
market capitalisation	2007	181	6.85 Mrd.	24.2 Mrd.	13'000'000	196 Mrd.
	2008	181	4.54 Mrd.	18.2 Mrd.	6'536'000	150 Mrd.
	2009	181	5.48 Mrd.	20.8 Mrd.	8'406'000	174 Mrd.
	2010	181	5.47 Mrd.	19.6 Mrd.	5'283'000	178 Mrd.
	2007–2010	724	5.58 Mrd.	20.8 Mrd.	5'283'000	196 Mrd.
roe	2007	181	8.2	27.0	- 177.4	58.1
	2008	181	7.8	36.3	- 375.8	81.6
	2009	181	10.0	25.1	- 151.9	78.5
	2010	181	3.8	35.1	- 228.5	226.0
	2007–2010	724	7.5	31.3	- 375.8	226.0
roa	2007	181	4.4	13.6	- 85.1	58.8
	2008	181	2.7	11.8	- 98.4	33.9
	2009	181	1.2	11.7	- 45.9	35.3
	2010	181	3.3	11.1	- 67.6	43.0
	2007–2010	724	2.9	12.1	- 98.4	58.8
stock return	2007	181	12.9	55.6	- 60.0	627.0
	2008	181	- 39.1	26.2	- 96.5	41.3
	2009	181	25.1	38.8	- 63.7	183.7
	2010	181	16.0	34.5	- 69.5	178.5
	2007–2010	724	3.7	47.4	- 96.5	627.0
return index	2007	172	932.6	1'538.8	0.98	9'025.4
	2008	180	961.0	1'584.8	0.70	10'067.4
	2009	181	623.1	1'075.8	0.04	6'228.1
	2010	181	780.9	1'367.4	0.07	8'184.2
	2007–2010	714	822.8	1'407.5	0.04	10'067.4

Abbildung 9: Deskriptive Statistik: Kontrollvariablen

5. Empirische Untersuchung: Regressionsanalyse

Neben der deskriptiven Statistik zur Vergütung der einzelnen Kategorien von Führungskräften interessiert vor allem, ob und in welchem Ausmass die Ausgestaltung der Corporate Governance einen Einfluss auf die Managementvergütung ausübt. Hierzu wird mithilfe einer multiplen Regressionsanalyse (klassische OLS-Regression²²) der Einfluss der postulierten Vergütungs determinanten empirisch geschätzt.

5.1 Einfluss der Vergütungs determinanten

Zur Schätzung der Determinanten der Managementvergütung bzw. des Einflusses der Corporate Governance folgt eine multiple Regressionsanalyse, wobei die CEO-Vergütung der 181 untersuchten Schweizer Publikumsgesellschaften auf die interessierenden Variablen der Good Compensation Governance und die erwähnten Kontrollvariablen regressiert wird.

²² Unter der OLS-Regression (Ordinary Least Squares, zu Deutsch: Methode der kleinsten Quadrate) versteht man eine Methode zur Schätzung der Modellparameter einer multiplen linearen Regression. Die OLS-Schätzer erhält man dabei durch die Minimierung der Summe der Abstandsquadrate; vgl. Wooldridge (2013), S. 28 und 848.

■ Partialmodell 1: Eigentümerstruktur

Die Untersuchung zur Eigentümerstruktur legt den Schluss nahe, dass diese in der Tat einen Einfluss auf die CEO-Vergütung ausübt. So sinkt die CEO-Vergütung im Schnitt mit steigendem Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs (hoch signifikant negativer Einfluss von BLOCKHOLDER_OWNERSHIP). Dieser negative Effekt ist noch stärker, falls der Hauptaktionär dem Verwaltungsrat angehört und somit seine Disziplinierungsfunktion effektiver wahrnehmen kann (hoch signifikant negativer Koeffizient bei BLOCKHOLDER_BOARD). Die theoretisch nicht geklärte Frage, ob bei Personalunion von Hauptaktionär und CEO die Interessen an einer hohen eigenen Vergütung oder an einem effizienten Ressourceneinsatz stärker wiegen, kann vorliegend auch empirisch nicht beantwortet werden. Die Tendenz weist zwar in der Partialanalyse in Richtung eines positiven (nicht signifikanten) Effekts (vgl. Abbildung 10), die Betrachtung des Gesamtmodells induziert hingegen einen negativen (teilweise nicht signifikanten) Einfluss (vgl. Abbildung 13), was insgesamt ein uneinheitliches Bild abgibt.

Variable	Erwartetes Vorzeichen	Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs	Hauptaktionär ist Verwaltungsrat	Hauptaktionär ist CEO
blockholder ownership	–	- 0.0068*** (- 6.75)		
blockholder board	–		- 0.2875*** (- 5.21)	
blockholder ceo	?			0.1406 (1.60)
log total assets	+	0.3096*** (26.97)	0.2999*** (25.61)	0.3101*** (26.05)
roa	+	0.0066*** (3.20)	0.0074*** (3.50)	0.0060*** (2.80)
Konstante	+	7.7451*** (31.97)	7.9090*** (31.26)	7.4875*** (29.88)
Beobachtungszeitraum		2007–2010	2007–2010	2007–2010
Anzahl Beobachtungen		724	724	724
F-Wert		272.49***	260.19***	243.74***
R ²		0.5317	0.5202	0.5039
Adjusted R ²		0.5297	0.5182	0.5018

***, ** und * entspricht einer statistischen Signifikanz auf dem 1%-, 5%- und 10%-Niveau.

Abbildung 10: Partialmodell 1: Erste empirische Evidenz zur Eigentümerstruktur

Die rechnungslegungsbasierten Variablen LOG_TOTAL_ASSETS für die Unternehmensgrösse sowie ROA für die Unternehmensperformance nehmen durchwegs hoch signifikant positive Werte an.

■ Partialmodell 2: Kontrollintensität des Verwaltungsrats

Auch die Betrachtung der Kontrollintensität des Verwaltungsrats bringt spannende erste Erkenntnisse mit sich. So scheint die Unabhängigkeit des Verwaltungsrats eine klar disziplinierende Wirkung zu haben (hoch signifikant negativer Koeffizient bei BOARD_INDEPENDENCE). Es scheint demnach, dass unabhängige Verwaltungsräte den CEO punkto Vergütungen besser überwachen können. Bei der Grösse des Verwaltungsrats ergeben sich Anhaltspunkte dafür, dass der CEO grosse Verwaltungsräte besser beeinflussen kann (der Einfluss in der isolierten Betrachtung ist jedoch nur schwach signifikant positiv). Zudem

muss eine Interpretation mit Vorsicht erfolgen, da die Grösse des Verwaltungsrats positiv mit den Variablen zur Unternehmensgrösse korreliert. So könnte es ebenso sein, dass die Verwaltungsratsgrösse lediglich ein Merkmal für die Unternehmensgrösse darstellt und selber keinen Einfluss auf die CEO-Vergütung ausübt (sog. «Drittvariablen-Problematik»). Die Analyse zur Multikollinearität zeigt dabei klar auf, dass grössere Publikumsgesellschaften auch grössere Verwaltungsräte aufweisen. Jedoch wird in einem entsprechenden Zusatztest (nicht abgebildet) für kleine wie auch für grosse Unternehmen eine hoch signifikant positive Beziehung zwischen der Verwaltungsratsgrösse und der CEO-Vergütung bestätigt. Somit darf dieser Zusammenhang als gegenüber der Unternehmensgrösse robust bezeichnet werden.

Variable	Erwartetes Vorzeichen	Unabhängigkeit des Verwaltungsrats	Grösse des Verwaltungsrats	Existenz eines Vergütungsausschusses
board independence	–	- 0.4465*** (- 8.74)		
board size	+		0.0231* (1.81)	
compensation committee	?			0.5015*** (8.34)
log total assets	+	0.3346*** (28.69)	0.2889*** (18.36)	0.2857*** (24.62)
roa	+	0.0061*** (3.00)	0.0066*** (3.09)	0.0060*** (2.95)
Konstante	+	7.2456*** (30.40)	7.7765*** (28.04)	7.6229*** (32.17)
Beobachtungszeitraum		2007–2010	2007–2010	2007–2010
Anzahl Beobachtungen		724	724	724
F-Wert		293.20***	244.21***	288.60***
R ²		0.5499	0.5043	0.5460
Adjusted R ²		0.5480	0.5023	0.5441

***, ** und * entspricht einer statistischen Signifikanz auf dem 1%-, 5%- und 10%-Niveau.

Abbildung 11: Partialmodell 2: Erste empirische Evidenz zur Kontrollintensität des Verwaltungsrats

Des Weiteren legt Partialmodell 2 nahe, dass die Existenz eines Vergütungsausschusses die Vergütung tendenziell erhöht (hoch signifikant positiver Koeffizient bei COMPENSATION_COMMITTEE). Wie bereits in der ersten Betrachtung der Eigentümerstruktur sind auch hier die Gröszen- und Performance-merkmale hoch signifikant positiv mit der CEO-Entschädigung korreliert.

■ Partialmodell 3: Einfluss der Geschäftsleitung

Als weiteres Element scheint auch die Macht des CEO einen eindeutigen Einfluss auf die eigene Entschädigung zu haben. So steigt die CEO-Vergütung mit längerer Amtsdauer an, was die Vermutung nährt, dass mit steigendem Dienstalster allenfalls auch die Machtposition gestärkt wird. Das Argument, dass dieser Vergütungsanstieg wie bei anderen Mitarbeitenden ausschliesslich mit dem Umstand steigender Löhne mit zunehmendem Alter einhergeht, kann relativiert werden: Zum einen nimmt die Verantwortung des CEO mit steigendem Alter im Vergleich zur übrigen Belegschaft nicht zu und zum anderen ist die durchschnittliche Amtsdauer der untersuchten CEOs mit rund fünfeinhalb Jahren relativ kurz.

Von besonderem Interesse im Rahmen der Corporate Governance zählt ohne Zweifel die Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat, da hiermit eine besondere Machtfülle einhergeht. Die Vermutung, dass CEOs aufgrund ihrer Zugehörigkeit zum Verwaltungsrat eine Vergütungsprämie erhalten, scheint sich auf den ersten Blick zu bestätigen. Neben den hoch signifikant positiven Koeffizienten bei BOARD_MEMBERSHIP und DUALITY fällt zudem die Stärke des Effekts auf: So scheint die Prämie bei einer Personalunion von CEO und VRP im Vergleich zu einer Mitgliedschaft als übriger Verwaltungsrat wie erwartet höher auszufallen.

Variable	Erwartetes Vorzeichen	Amts-dauer des CEO	Zugehörigkeit des CEO zum VR	Personalunion von VRP und CEO
ceo tenure	+	0.0128** (2.55)		
board membership	+		0.3318*** (5.21)	
duality	+			0.5166*** (6.55)
log total assets	+	0.3105*** (26.24)	0.3152*** (26.93)	0.3151*** (27.28)
roa	+	0.0060*** (2.80)	0.0076*** (3.58)	0.0052** (2.51)
Konstante	+	7.4193*** (29.42)	7.3232*** (29.61)	7.3392*** (30.19)
Beobachtungszeitraum		2007–2010	2007–2010	2007–2010
Anzahl Beobachtungen		724	724	724
F-Wert		246.36***	260.18***	270.71***
R ²		0.5065	0.5202	0.5301
Adjusted R ²		0.5045	0.5182	0.5281

***, ** und * entspricht einer statistischen Signifikanz auf dem 1%-, 5%- und 10%-Niveau.

Abbildung 12: Partialmodell 3: Erste empirische Evidenz zum Einfluss der Geschäftsleitung

■ Gesamtmodell: Varianten A bis D

Nach der isolierten Analyse der einzelnen interessierenden Variablen sollen nun in einer ganzheitlichen Betrachtung alle drei Aspekte einer Good Compensation Governance gleichzeitig Eingang in die Regressionsanalyse finden. Für jede der untersuchten Corporate Governance-Variablen werden in Abhängigkeit der Erkenntnisse der Multikollinearitätsanalyse²³ drei verschiedene Modellvarianten spezifiziert. Entsprechend umfasst die detaillierte Analyse insgesamt 27 Modellvarianten, wobei dies primär von der hohen Anzahl interessierender Variablen getrieben wird. Vorliegend soll eine Auswahl von deren vier (Varianten A bis D) präsentiert werden (vgl. Abbildung 13).

Die empirische Untersuchung weist bei acht der neun untersuchten Corporate Governance-Variablen einen hoch signifikanten Einfluss auf die CEO-Entschädigung nach. Die Ausgestaltung der Corporate Governance scheint demzufolge in Übereinstimmung der Erkenntnisse der bisherigen internationalen Forschung auch bei Schweizer Publikumsgesellschaften einen substantiellen Einfluss auf die Managementvergütung zu haben. So üben acht der neun interessierenden Corporate Governance-Variablen

²³ Vgl. Barmettler (2013), S. 148–151.

direkt oder indirekt einen Einfluss auf die Machtposition des CEO aus. Die Ergebnisse der vier vorliegend präsentierten sowie der übrigen 23 Modellvarianten lassen dabei folgendes Bild erkennen:

- Drei Variablen mit negativem Effekt

Der *Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs*, die *Zugehörigkeit des Hauptaktionärs zum Verwaltungsrat* und die *Unabhängigkeit des Verwaltungsrats* schränken die Machtposition des CEO ein. Die vorhergesagten negativen Effekte konnten allesamt bestätigt werden.

Variable	Erwartetes Vorzeichen	Variante A	Variante B	Variante C	Variante D
blockholder ownership	–	- 0.0041*** (- 4.19)	- 0.0038*** (- 4.13)		
blockholder board	–			- 0.2204*** (- 4.38)	
blockholder ceo	?				- 0.0125 (- 0.15)
board independence	–		- 0.2240*** (- 4.69)		
board size	+		0.0661*** (6.80)	0.0590*** (5.99)	
comp. committee	?	0.4086*** (6.96)			0.3807*** (6.49)
ceo tenure	+		0.0167*** (3.61)	0.0210*** (4.62)	0.0243*** (5.13)
board membership	+	0.3738*** (6.34)			
duality	+	0.5981*** (8.12)			
log revenue	+		0.3020*** (25.18)	0.2976*** (24.47)	0.3171*** (28.26)
log total assets	+	0.3079*** (27.94)			
roa	+	0.0067*** (3.48)			
Konstante	+	7.2272*** (31.53)	7.6534*** (31.53)	7.6580*** (33.13)	7.2268*** (32.65)
Beobachtungszeitraum		2007–2010	2007–2010	2007–2010	2007–2010
Anzahl Beobachtungen		724	724	724	724
F-Wert		185.59***	227.96***	270.52***	262.05***
R ²		0.6083	0.6135	0.6008	0.5931
Adjusted R ²		0.6050	0.6108	0.5986	0.5909

***, ** und * entspricht einer statistischen Signifikanz auf dem 1%-, 5%- und 10%-Niveau.

Abbildung 13: Gesamtmodell: Empirische Evidenz zur Good Compensation Governance

- Fünf Variablen mit positivem Effekt

Die *Grösse des Verwaltungsrats*, die *Existenz eines Vergütungsausschusses*, die *Amtsduer des CEO*, die *Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied* und die *Personalunion von VRP und CEO* erweitern hingegen die Machtposition des CEO. In allen Fällen konnte empirische Evidenz für einen positiven Zusammenhang gefunden werden.

- Eine einzige nicht bestätigte Hypothese

Wenn der Hauptaktionär gleichzeitig den Vorsitz der Geschäftsleitung wahrnimmt, bedeutet dies aus Sicht des CEO eine besondere Machtstellung. Hier besteht jedoch eine konkurrierende Zielbeziehung zwischen der absoluten Vergütungshöhe und einem effizienten Ressourceneinsatz. Als Folge bleiben in dieser Frage die empirischen Resultate uneinheitlich und nicht signifikant.

Die geschätzten Koeffizienten der untersuchten Einflussfaktoren sind insgesamt als hoch signifikant zu beurteilen. Bei acht von neun Variablen führen jeweils alle drei Schätzvarianten des Gesamtmodells zu β -Koeffizienten auf dem 1%-Signifikanzniveau, was als ausserordentlich positives Resultat interpretiert werden darf. Dies unterstreicht die Bedeutung der Corporate Governance in der Vergütungsfrage.

5.2 Robustheitstests

Neben den viel versprechenden Resultaten zur Signifikanz zeigt sich auch punkto Robustheit ein erfreuliches Bild. Die Ergebnisse sind gegenüber unterschiedlicher Modellspezifikation, im Zeitverlauf, gegenüber besonderen zeitpunktbezogenen Effekten als Folge der Finanzmarktkrise sowie gegenüber der Anwendung verschiedener Accountingstandards äusserst robust. Ebenso wurde den klassischen Fallstricken der multiplen Regressionsanalyse (Multikollinearität, Heteroskedastizität, Autokorrelation und Extremwerte) im Rahmen weiterführender Robustheitstests besondere Beachtung geschenkt.²⁴

5.3 Interpretation der Resultate

Bevor allfällige Schlussfolgerungen bezüglich einer Good Compensation Governance gezogen werden können, sind die gewonnen Resultate zu analysieren und zu interpretieren.

■ Entwicklung der Managementvergütung

Die deskriptive Statistik zur Vergütungsentwicklung von CEO und Verwaltungsratspräsidium macht ohne Zweifel klar, dass in der Schweiz im Anschluss an die Einführung mehrheitlich individueller Offenlegungsvorschriften für Publikumsgesellschaften keine Aufwärtsspirale der absoluten Managementvergütung stattgefunden hat. Im Gegenteil, die Vergütungen sind im Jahr 2008, für welches intuitiv mit einem vergütungssteigernden Transparenzeffekt zu rechnen war, substantiell gesunken (*vgl. Abbildungen 4 bis 7*). Dabei spielt allerdings der Ausbruch der Finanzmarktkrise eine wichtige Rolle. Die massiv gesunkenen Erfolgskennzahlen legen diese Schlussfolgerung ohne Zweifel nahe (*vgl. Abbildung 9*).

Der Einfluss einzelner Determinanten auf die CEO-Entschädigung wird nun auf der Basis der empirischen Untersuchung interpretiert. Um die Ergebnisse nicht zu verzerren, werden exakte Koeffizienten verwendet, was jedoch keine falsche Genauigkeit vortäuschen soll. Es geht primär um die Richtung des Effekts (Vorzeichen) sowie um die ungefähre Stärke, nicht um vermeintlich genaue Beträge.

²⁴ Vgl. Barmettler (2013), S. 148–151 und 187–192.

■ Einfluss der Corporate Governance

Die Resultate der multiplen Regressionsanalyse zum Einfluss der untersuchten Corporate Governance-Aspekte präsentieren sich wie folgt (vgl. Abbildung 14).

Variable	Erwarteter Einfluss	Empirisch ermittelter Effekt
Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs	–	Bei einer Zunahme des Beteiligungsumfangs des Hauptaktionärs um 1 Prozentpunkt sinkt die CEO-Vergütung um 0.41% bis 0.65%.
Hauptaktionär ist Verwaltungsrat	–	Die Zugehörigkeit des Hauptaktionärs zum Verwaltungsrat führt zu einer um 17.41% bis 24.77% tieferen CEO-Vergütung.
Hauptaktionär ist CEO	?	Es kann empirisch kein Einfluss nachgewiesen werden.
Unabhängigkeit des Verwaltungsrats	–	Ein gänzlich unabhängiger (nicht-exekutiver) Verwaltungsrat führt zu einer um 20.08% bis 22.40% tieferen CEO-Vergütung.
Grösse des Verwaltungsrats	+	Mit jedem weiteren Verwaltungsratsmitglied nimmt die CEO-Vergütung um 5.71% bis 6.94% zu.
Existenz eines Vergütungsausschusses	?	Die 77.5% der Publikumsgesellschaften mit Vergütungsausschuss richten eine um 42.91% bis 51.01% höhere CEO-Vergütung aus.
Amtsduer des CEO	+	Mit jedem zusätzlichen Amtsjahr des CEO steigt seine Vergütung um 2.10% bis 2.43% an.
Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied	+	Gehört der CEO dem Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied an, fällt seine Vergütung um 25.08% bis 32.44% höher aus.
Personalunion (CEO = VRP)	+	Ein CEO, der gleichzeitig den Vorsitz des Verwaltungsrats einnimmt, bezieht eine um 49.60% bis 58.65% höhere Vergütung.

Abbildung 14: Empirische Erkenntnisse zu den Corporate Governance-Variablen

■ Vergütungsprämie bei Personalunion

Die markanteste Vergütungsprämie von 49.60% bis 58.65% ist mit einer Personalunion von CEO und VRP verbunden. Die deskriptive Statistik weist hier einen Vergütungsunterschied von rund 88% aus.²⁵ Folglich entfällt in Unternehmen mit Personalunion ein Teil der absoluten Vergütungsdifferenz auf sonstige Unterschiede in der Ausgestaltung der Corporate Governance bzw. in der Unternehmensgrösse oder Performance. Es liegt der Schluss nahe, dass ein Teil, nicht jedoch der ganze Unterschied, darauf zurückzuführen ist, dass Publikumsgesellschaften mit Personalunion im Schnitt komplexer und anspruchsvoller zu führen sind oder eine höhere Performance aufweisen. Die Vergütungsprämie, die ein CEO aufgrund der zusätzlichen Macht bei gleichzeitiger Besetzung des Verwaltungsratspräsidiums erhält, lässt sich nur schätzen, falls die Doppelbelastung durch die Vergütung beider Positionen berücksichtigt wird.

²⁵ $(\text{CHF } 3'535'474.- / \text{CHF } 1'877'146.- - 1) \times 100\% = 88\%$

Dies kann mit folgender Überlegung illustriert werden: Unter der Annahme, dass die Aktionäre der untersuchten Gesellschaften grundsätzlich frei wählen können, ob sie die beiden Vorse von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung durch zwei separate oder eine einzelne Person besetzen wollen, bestand für die Eigentümer im Beobachtungszeitraum von 2007 bis 2010 aus statistischer Sicht folgende Wahl:²⁶

- Variante mit Doppelspitze

Zur Führung des Unternehmens sind ein CEO und ein nicht-exekutiver Verwaltungsratspräsident notwendig. Es wird angenommen, dass diese beiden durch eine Zufallsauswahl aus der untersuchten Stichprobe gewonnen werden. Der Erwartungswert des Personalaufwands besteht dabei im arithmetischen Mittel der Vergütung der beiden Kategorien des «einfachen» CEO, der dem Verwaltungsrat nicht angehört (CEO ≠ VR), sowie des nicht-exekutiven Verwaltungsratspräsidenten. Ein «einfacher» CEO verdient über die Beobachtungsperiode CHF 1'877'146.- (vgl. *Abbildung 4*), ein nicht-exekutiver Verwaltungsratspräsident im Schnitt CHF 509'114.- (vgl. *Abbildung 6*). Eine Besetzung der beiden Positionen durch zwei Personen führt somit zu einem erwarteten Personalaufwand von CHF 2'386'260.-.

- Variante mit Personalunion

Die zweite Möglichkeit besteht darin, die beiden Führungspositionen durch eine Person zu besetzen. Ein CEO mit Doppelmandat kostet gemäss der deskriptiven Auswertung im Schnitt CHF 3'535'474.-. Damit wird eine *statistisch nicht kontrollierte Vergütungsprämie* von CHF 1'149'214.- bzw. 48% erkennbar.²⁷

Sachgerechter erscheint ein Vergleich auf Basis der Regressionsanalyse, die eine *statistisch kontrollierte Vergütungsprämie* für das Doppelmandat von zwischen 50% und 59% zeigt (vgl. z.B. *Variante A in Abbildung 13* sowie *Abbildung 14*). Demnach ergibt sich durch Einsetzen in die Regressionsgleichung, ausgehend von der Vergütung des «einfachen» CEO, für die Personalunion eine *statistisch kontrollierte Vergütung* von zwischen CHF $1'877'146 \times 1.5 = \text{CHF } 2'815'719.-$ und CHF $1'877'146 \times 1.59 = \text{CHF } 2'984'662.-$.

Die empirische Untersuchung weist demnach für das Doppelmandat eine *statistisch nicht kontrollierte Prämie* von rund CHF 1'150'000.- (48%-Prämie) bzw. nach Berücksichtigung von Unterschieden in der Unternehmensgrösse, Performance und der übrigen Ausgestaltung der Corporate Governance eine *statistisch kontrollierte Prämie* von zwischen CHF 430'000.- (18%-Prämie) und CHF 600'000.- (25%-Prämie) aus. Dabei geht es weniger um exakte Beträge als vielmehr um den Nachweis der ungefähren Grössenordnung der Prämie.

Dieses Resultat ist umso erstaunlicher, da zum einen allfällige Unterschiede in der Komplexität der Führungsaufgabe, in der erreichten Performance und in der Ausgestaltung der Corporate Governance mit einbezogen werden. Zum anderen wird die Doppelbelastung durch den Einbezug der Entlohnung beider Positionen berücksichtigt. Somit ist zu vermuten, dass bei der Vergütungsprämie, neben anderen Einflüssen, die mit dem Doppelmandat verbundene Machtposition des CEO eine wichtige Rolle spielen dürfte.

²⁶ Aus juristischer Sicht können die Aktionäre die zu praktizierende Variante der Unternehmensführung über die Wahl der Mitglieder des Verwaltungsrats beeinflussen.

²⁷ «Statistisch nicht kontrolliert» bedeutet, dass keine anderen Einflussfaktoren berücksichtigt werden.

■ Unternehmensgrösse und Unternehmensperformance

Wie ein Blick in frühere Studien offenbart, erklärt die Unternehmensgrösse rund 40% und die Unternehmensperformance knapp 5% der zwischenbetrieblichen Varianz der CEO-Vergütung.²⁸ Auch in der vorliegenden Untersuchung der Schweizer Publikumsgesellschaften ergeben sich hoch signifikante Resultate. Es wird daher ein kurzer Blick auf diese beiden Vergütungs determinanten geworfen.

Analog der Erkenntnisse aus der Literatur kommt die Untersuchung zum Schluss, dass mithilfe von Variablen zur Unternehmensgrösse der höchste Anteil der zwischenbetrieblichen Vergütungsvarianz erklärt werden kann. Auch für die Schweiz kann die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Unternehmensgrösse der zentrale Einflussfaktor der CEO-Vergütung darstellt. Je grösser das Unternehmen, desto komplexer die Führungsaufgabe und entsprechend höher die Verantwortung und das Reputationsrisiko des Managers. Ebenso bedingt eine komplexere Führungsaufgabe höhere Investitionen in betriebspezifisches Humankapital seitens des Managers, was mit einer höheren Entschädigung abzugelten ist. Ein hoch signifikant positiver Zusammenhang zwischen der Unternehmensgrösse – gemessen als logarithmierte Bilanzsumme bzw. als logarithmierter Umsatz – und der CEO-Entschädigung kann sodann auch für die Schweiz nachgewiesen werden.

Gleich verhält es sich mit der marktbasierten Grössenvariablen, der logarithmierten Marktkapitalisierung, die aufgrund kritischer paarweiser Korrelationen erst im Rahmen eines Robustheitstests zu den marktbasierten Kontrollvariablen entsprechend Berücksichtigung findet.

Bei den rechnungslegungs basierten Performancevariablen wird aufgrund tieferer paarweiser Korrelationen zu den übrigen Variablen der Gesamtkapitalrendite (ROA) gegenüber der Eigenkapitalrendite (ROE) der Vorzug gegeben. Die Ergebnisse sprechen für eine positive Beziehung zwischen CEO_PAY und ROA. Entsprechend wird ein CEO für eine hohe Unternehmensperformance effektiv belohnt.

Die Resultate zum Einfluss der marktbasierten Performancemasse lassen sich während des Beobachtungszeitraums, der mit dem Auftreten der Finanzmarktkrise zeitlich zusammenfällt, nicht sachgerecht interpretieren. Die empirische Vergütungsforschung in der Schweiz wird sich somit in Zeiten stabilerer Aktienmärkte mit dieser Frage abermals auseinandersetzen müssen.

■ Einfluss der Corporate Governance auf die Managementvergütung

In einer Welt, in der die Ausgestaltung der Corporate Governance effektiv einen Einfluss auf die CEO-Vergütung hat, kann die reine Marktperspektive keine Gültigkeit beanspruchen, denn diese schliesst andere Vergütungs determinanten als die reinen Marktkräfte von Angebot und Nachfrage nach Managementdienstleistungen explizit aus. Vielmehr lässt sich ein gewisses Marktversagen erkennen, womit sich eine Regulierung rechtfertigen lässt. Aufgrund der gefundenen Ergebnisse zum Einfluss der Corporate Governance können die negativen Folgen dieses Marktversagens durch eine Stärkung der Vergütungsgovernance reduziert werden.

²⁸ Vgl. Tosi et al. (2000), S. 301.

6. Schlussbetrachtung

Die empirischen Analysen erlauben, einen Vorschlag einer nachhaltigen Regulierung zu skizzieren und die Forderungen der Abzocker-Initiative innerhalb des konkreten betrieblichen Umfelds der Schweiz zu beurteilen.

6.1 Vorschlag einer umfassenden Regulierung

Die statistisch hoch signifikanten Resultate der vorliegenden Untersuchung bestätigen den Einfluss der untersuchten Determinanten auf die Managementvergütung Schweizer Publikumsgesellschaften. Eine Berücksichtigung dieser Einflussfaktoren scheint daher für einen nachhaltigen Regulierungsvorschlag notwendig.

Eine *Good Compensation Governance* für Schweizer Publikumsgesellschaften sollte neben der Vergütungstransparenz und der Stärkung der Aktionärsrechte in Übereinstimmung mit den empirischen Erkenntnissen auch Normen zur Förderung der Überwachungsfunktion des Verwaltungsrats und zur Einschränkung der CEO-Macht in Salärfragen mit einschliessen.

■ Verbesserung der Vergütungstransparenz

Die derzeitige Unterscheidung zwischen individueller Offenlegung für den Verwaltungsrat bzw. den CEO und der kollektiven Offenlegung für die übrigen Mitglieder der Geschäftsleitung erscheint als *ausgewogener Ansatz einer mehrheitlich individuellen Offenlegung*.

Des Weiteren würde ein *zwingender und gleichzeitig standardisierter Vergütungsbericht* die Vergleichbarkeit und somit den Informationsstand der Aktionäre ohne Zweifel verbessern.

■ Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre

Die Wirkungsweise der in diesem Bereich diskutierten Massnahmen der aktuellen Reformbemühungen konnte nicht in Erfahrung gebracht werden, weil diese bisher noch nicht in Rechtskraft erwachsen sind.

Prinzipiell kann aber festgehalten werden, dass die Eigentümerstruktur und damit verbunden der Einfluss der Aktionäre durchaus einen mässigen Einfluss auf die CEO-Vergütung ausüben können, wie anhand der Position des Hauptaktionärs gezeigt wird. Zur Förderung der Überwachung durch die Aktionäre kommt daher dem Abbau juristischer Hürden durch die Einführung von Mitspracherechten in Vergütungsfragen eine hohe Bedeutung zu. Die Diskussion wird sich hier weiterhin um Fragen rund um die Rechtssicherheit bindender ex post-Abstimmungen, negative Anreizwirkungen für das Management, das Paritätsprinzip²⁹ und somit die Kongruenz von Aufgabe, Kompetenz und Verantwortung in Vergütungsfragen drehen.

■ Förderung der Kontrollintensität des Verwaltungsrats

Aufgrund unvorhersehbarer Konsequenzen von direkten Eingriffen auf die Vergütungspolitik, die zu massiven Wettbewerbsnachteilen für die Schweiz führen könnten, sind alternativ Normen zur Förderung der Überwachungsintensität des Verwaltungsrats sowie zur Einschränkung der Macht des CEO in Betracht zu ziehen. So zeigt die vorliegende Untersuchung den Einfluss schwacher Governance-Strukturen in Organisationsfragen auf Stufe Verwaltungsrat und Geschäftsleitung konkret auf.

²⁹ Nach dem bislang noch gültigen *Paritätsprinzip* des schweizerischen Aktienrechts kommt allen drei Organen der Aktiengesellschaft ein unübertragbarer und unentziehbarer Kompetenzbereich zu; vgl. Forstmoser / Meier-Hayoz (2012), § 16 N 352.

Als Alternative zu direkten Eingriffen auf die Vergütungspolitik sollte die Überwachungsintensität des Verwaltungsrats gegenüber der Geschäftsleitung gestärkt werden. Eine Möglichkeit besteht darin, den *Anteil unabhängiger Verwaltungsräte auszubauen* bzw. hoch zu halten. Dabei sollte es möglich sein, das notwendige Know-how der benötigten Fachbereiche im Verwaltungsrat durch einen hohen Anteil an extern zu rekrutierenden Führungskräften, die der entsprechenden Geschäftsleitung noch nie angehört haben, sicherzustellen. In 58% der Beobachtungen ist der Verwaltungsrat bereits unabhängig im Sinne der vorliegenden Definition. In diesen Fällen scheint diese Unabhängigkeit in der Praxis offensichtlich mit keinen wesentlichen Nachteilen verbunden zu sein. Gleiches gilt für den Vergütungsausschuss: Die blosse Existenz eines Vergütungsausschusses führt zu (gegenüber Gröszen- und Performanceeffekten kontrollierten) höheren Vergütungen. Die Gründe liegen vermutlich bei der damit verbundenen Professionalisierung, verbunden mit einer vermehrten Tendenz zur *Referenzgruppenentlohnung*.³⁰ Auch hier könnte eine *Stärkung der Unabhängigkeit der Mitglieder des Entschädigungsausschusses* die Aktionärsinteressen schützen.³¹ Eine Neugestaltung der Eckpfeiler des Vergütungsausschusses rund um die Unabhängigkeit seiner Mitglieder erscheint hier zweckmässig.

Überraschenderweise weisen die empirischen Daten in die Richtung, dass auch die Grösse des Verwaltungsrats einen die CEO-Entschädigung steigernden Effekt ausübt. Dies ist insofern erstaunlich, als dass intuitiv die Wirkungsweise nicht absolut eindeutig vorhergesagt werden konnte. Es scheint aber klare empirische Evidenz dafür zu geben, dass der CEO einen grösseren Verwaltungsrat aufgrund der *Verantwortungsdiffusion*³² besser beeinflussen kann bzw. es einem grossen Verwaltungsrat schwerer fällt, den CEO zu disziplinieren. Vorschriften zur Begrenzung der Grösse des Verwaltungsrats sind wohl schwierig durchsetzbar und praxisfern. Aus Sicht eines fachlich breit dotierten Verwaltungsrats gibt es gute Gründe gegen eine Obergrenze. Rein aus Vergütungssicht wäre hingegen eine entsprechende Vorgabe klar im Sinne der Aktionäre, wie die empirischen Resultate aufzeigen.

■ Einschränkung des Einflusses der Geschäftsleitung

Im Weiteren gilt es, eine Beschränkung der Einflussmöglichkeiten des CEO auf seine eigene Vergütung zu prüfen. Die mit der zusätzlichen Machtfülle der *Personalunion* verbundenen Vergütungsprämien geben einen Eindruck, welches Potential zur Verringerung leistungsunabhängiger Vergütungsbestandteile mit einer Einschränkung der Macht des CEO in Vergütungsfragen verbunden wäre. Wie gezeigt sind die geschätzten Vergütungsprämien weder die Folge komplexer Managementaufgaben und der damit verbundenen Verantwortung oder aber hoher Budgets (approximiert durch die Unternehmensgrösse) noch Entgelt für eine bessere Leistung (approximiert durch die Unternehmensperformance). Eine *klare Trennung der Vorstände von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat* böte ein wesentliches Potential zur Verringe-

³⁰ Jüngere empirische Studien belegen, dass die meisten Unternehmen die Vergütungen ihres Top-Managements im Vergleich zu einer Referenzgruppe (meist zu Unternehmen der gleichen Branche und vergleichbarer Grösse) festsetzen. Diese als «Competitive Benchmarking» bekannte Praxis führt im Ergebnis dazu, dass die Vergütung der meisten Managerinnen und Manager am Ende der Periode tatsächlich über dem Durchschnitt der Vorperiode liegt (sog. «Einklickeffekt» / «Ratched Effect»); vgl. Bizjak / Lemmon / Naveen (2008), S. 152 und Benz / Stutzer (2003), S. 11.

³¹ Diese These wurde in dieser Arbeit nicht untersucht. Jedoch fallen die empirischen Erkenntnisse zum Einfluss der Zusammensetzung des Entschädigungsausschusses auf die Managementvergütung für die USA sehr ernüchternd aus; vgl. Anderson / Bizjak (2003), S. 1323.

³² Bei der Verantwortungsdiffusion (sog. «Diffusion of Responsibility») fühlen sich einzelne Individuen bei steigender Gruppengrösse für Kollektiventscheide zunehmend weniger verantwortlich. Die einzelnen Mitglieder ziehen die sinkende Wahrscheinlichkeit, dass eigene Unzulänglichkeiten punkto Effort und Qualität auffliegen, in ihre Überlegungen mit ein. Zusätzlich geht mit steigender Gruppengrösse ein erhöhtes Risiko einer Fraktionalisierung (sog. «Fractionalisation») einher, d.h. die Bildung von informellen Subgruppen sowie allfälliges Trittbrettfahrer-Verhalten (sog. «Free-Riding») nehmen zu; vgl. Golden / Zajac (2001), S. 1089.

rung nicht leistungsorientierter Vergütungsprämien (Vermeidung von sog. «Rent Seeking» in während der Beobachtungsperiode festgestellten 11.3% der Fälle).

In einem weiteren Schritt könnte eine *personelle Trennung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung* ins Auge gefasst werden. Die hiermit verbundenen Vergütungsprämien sind zwar betragsmässig weniger hoch als bei der Personalunion, jedoch betrifft dies eine fast doppelt so hohe Anzahl Fälle (im Untersuchungszeitraum rund 20.2% der Datensätze), wobei die Prämien wohl nicht gleichmässig über alle Unternehmen verteilt sind. Dennoch, insgesamt könnten in fast einem Drittel der Fälle die Governance-Strukturen in Vergütungsfragen gestärkt und leistungsunabhängige Vergütungsprämien als Folge einseitiger Machtkonzentrationen vermindert oder gänzlich vermieden werden.

Bei der Frage nach einer Personalunion bzw. einer personellen Überschneidung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ist darauf hinzuweisen, dass für Schweizer Banken bereits seit längerer Zeit Mitglieder der Geschäftsleitung nicht auch gleichzeitig dem Verwaltungsrat angehören dürfen.³³ Dies hat zu keinen nennenswerten organisatorischen Einschränkungen oder zu Wettbewerbsnachteilen gegenüber dem Ausland geführt.

6.2 Beurteilung der Forderungen der Abzocker-Initiative

Die Abzocker-Initiative wurde am 3. März 2013 von Volk und Ständen deutlich angenommen. Somit ist der indirekte Gegenvorschlag des Parlaments, welcher eine Mehrheit der Initiativforderungen gleichfalls übernommen hätte, aber dennoch auf statutarischer Basis flexiblere Lösungen ermöglicht hätte, formaljuristisch vom Tisch. Aus Sicht des vorliegend zur Diskussion gestellten Konzepts einer Good Compensation Governance (vgl. *Abbildung 1*) sind die neu in der Bundesverfassung verankerten Grundsätze wie folgt zu beurteilen:

■ Verbesserung der Vergütungstransparenz

Die bislang fehlende zwischenbetriebliche und intertemporale Vergleichbarkeit von Managementvergütungen wird nicht verbessert. Der neue Verfassungsartikel sieht weder eine Pflicht zur Erstellung eines Vergütungsberichts noch Vorschriften zu dessen Standardisierung vor. Es gilt zu hoffen, dass dieses Element aus dem indirekten Gegenvorschlag dennoch in die definitive Umsetzung Eingang findet.³⁴

■ Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre

Die Stärkung der Mitsprachemöglichkeiten der Generalversammlung rund um Vergütungsfragen ist grundsätzlich als positiv zu werten, da hiermit die für eine Disziplinierung des Managements durch die Aktionäre notwendigen juristischen Voraussetzungen geschaffen werden. Es ist jedoch zu vermuten, dass die ökonomische Hürde einer ungünstigen Anreizstruktur für Kleinanleger (Trittbrettfahrer-Problematik) auch weiterhin bestehen bleibt. Zudem ist unklar, wie es Pensionskassen administrativ schaffen, den Willen ihrer Versicherten jährlich zu erfassen, um effektiv in deren Interesse abzustimmen. Gleichsam gilt es auch die negative Anreizstruktur der Versicherten innerhalb der Pensionskassen zu berücksichtigen. Falls die Versicherten ihren Willen nicht kundtun, verbleibt ein nicht legitimer Einfluss bei der jeweiligen Pensionskassenführung. Die Thematik rund um die Pensionskassen-Governance könnte folglich bereits in naher Zukunft auch in dieser Frage an Bedeutung gewinnen.

³³ Vgl. Art. 8 Abs. 2 Bankenverordnung vom 17. Mai 1972.

³⁴ Der Vorentwurf zur Verordnung gegen die Abzockerei sieht bereits einen zwingenden Vergütungsbericht vor; vgl. Art. 5 und 13–17 VgdA und Erläuternder Bericht zum Vorentwurf gegen die Abzockerei (VgdA) vom 14. Juni 2013, S. 17–19.

■ Förderung der Kontrollintensität des Verwaltungsrats

Was die Grösse und Unabhängigkeit des Verwaltungsrats angeht, sind mit der vorliegenden Verfassungsänderung keine direkten Änderungen verbunden. Die Generalversammlung könnte jedoch in Zukunft durch die jährliche Einzelwahl der Mitglieder des Verwaltungsrats einen stärkeren Einfluss auf diese beiden Vergütungs determinanten erhalten. Zwar waren die Aktionäre auch bisher für die Wahl des Verwaltungsrats zuständig, jedoch in corpore für das ganze Organ, was de facto bedeutete, dass sie den Vorschlag des Verwaltungsrats nur als Ganzes annehmen oder ablehnen konnten. Neu könnte eine jährliche Einzelwahl allenfalls eine erweiterte Entscheidungsbefugnis für die Aktionäre mit sich bringen.

Aus Sicht der Kontrollintensität des Verwaltungsrats positiv zu beurteilen ist die jährliche Einzelwahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses durch die Aktionäre, was die Unabhängigkeit der Mitglieder durchaus zu erhöhen vermag. Jedoch besteht die Gefahr, dass der jährliche Wahlmodus das kurzfristige Gewinndenken noch weiter fördert.

■ Einschränkung des Einflusses der Geschäftsleitung

Durch die neuen Vorgaben zur Corporate Governance werden zwar weder die Personalunion untersagt, noch eine personelle Trennung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung erwirkt. Dennoch wird die Generalversammlung in diesen Fragen durch die jährliche Einzelwahl der Mitglieder des Verwaltungsrats und die jährliche Wahl des Verwaltungsratspräsidiums definitiv gestärkt.

Die Neuerungen beinhalten jedoch auch kritische Aspekte wie das Verbot bestimmter Vergütungsformen und das partielle Durchbrechen des Paritätsprinzips zwischen Verwaltungsrat und Generalversammlung in Vergütungsfragen. Diese Neuerungen gehen über die Prinzipien der hier postulierten Good Compensation Governance hinaus, die im Sinne einer möglichst liberalen Ordnung keine direkten Eingriffe auf die Vergütungspolitik beinhaltet und den unübertrag- und unentziehbaren Kompetenzbereich der einzelnen Organe bewusst wahrt.

Die vorliegende Untersuchung bietet eine fundierte Ausgangslage zu den Verhältnissen unter dem bald zu Ende gehenden Regime gemäss Transparenzgesetz. Darauf aufbauend wird die Analyse der Auswirkungen der zahlreichen neuen Massnahmen zur Regulierung der Vergütungsfrage in Publikumsgesellschaften weitere aufschlussreiche Erkenntnisse zum Zusammenhang zwischen der Corporate Governance und der Managementvergütung offenbaren.

Literatur

Aeschlimann, L. / Lacher Papakonstantinou, N. / Lanz, M. / Olgiati, L. (2002): Corporate Governance – Neue Richtlinie der SWX Swiss Exchange – Swiss Code of Best Practice von economiesuisse, in: Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte – Newsletter Oktober 2002, Zürich/Genf 2002.

Amstutz, M.D. (2007): Macht und Ohnmacht des Aktionärs – Möglichkeiten und Grenzen der Corporate Governance bei der Wahrung der Aktionärsinteressen, Zürich 2007.

Anderson, R.C. / Bizjak, J.M. (2003): An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay, in: Journal of Banking & Finance, Volume 27, Issue 7, July 2003, S. 1323–1348.

- Andjelkovic, A. / Boyle, G. / McNoe, W. (2002): Public Disclosure of Executive Compensation: Do Shareholders Need to Know?, in: Pacific-Basin Finance Journal, Volume 10, Issue 1, 2002.
- Barmettler, P. (2013): Transparenz Schweizer Managementvergütungen – Eine empirische Untersuchung zum Einfluss der Corporate Governance auf die CEO-Entschädigung Schweizer Publikumsgesellschaften, Zürich 2013.
- Bebchuk, L.A. / Fried, J.M. (2003): Executive Compensation as an Agency Problem, in: Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 3, 2003, S. 71–92.
- Bebchuk, L.A. / Fried, J.M. / Walker, D.I. (2002): Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, in: University of Chicago Law Review, Volume 69, 2002, S. 751–846.
- Benz, M. / Stutzer, A. (2003): Was erklärt die gestiegenen Managerlöhne? – Ein Diskussionsbeitrag, in: Die Unternehmung, 57(1), 2003, S. 5–19.
- Bizjak, J.M. / Lemmon, M.L. / Naveen, L. (2008): Does the Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation?, in: Journal of Financial Economics, 90 (2008), S. 152–168.
- Boyd, B.K. (1994): Board Control and CEO Compensation, in: Strategic Management Journal, Vol. 15, No. 5, June 1994, S. 335–344.
- Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Stand am 1. Januar 2013), SR 220.
- Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D.F. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, in: Journal of Financial Economics, 51 (1999), S. 371–406.
- Erläuternder Bericht zum Vorentwurf zur Verordnung gegen die Abzockerei vom 14. Juni 2013.
- Forstmoser, P. / Meier-Hayoz, A. (2012): Schweizerisches Gesellschaftsrecht – mit Einbezug des künftigen Rechnungslegungsrechts und der Aktienrechtsreform, 11., vollständig neue Auflage, Bern 2012.
- Göx, R.F. (2008): Ökonomische Konsequenzen einer verstärkten Regulierung von Managergehältern, in: Max Boemle – Festschrift zum 80. Geburtstag, Zürich 2008, S. 184–204.
- Golden, B.R. / Zajac, E.J. (2001): When Will Boards Influence Strategy? – Inclination \times Power = Strategic Change, in: Strategic Management Journal, Volume 22, Issue 12, 2001, S. 1087–1173.
- Jensen, M.C. / Murphy, K.J. / Wruck, E.G. (2004): Remuneration – Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them, Harvard NOM Research Paper No. 04-28 (July 2004) and ECGI-Finance Working Paper No. 44/2004.
- Kaplan, S.N. (2008): Are U.S. CEOs Overpaid? – A Response to Bogle and Walsh, in: Academy of Management Perspectives, Volume 22, Issue 3, 2008, S. 28–34.
- Leibfried, P. (2010): Managementvergütung – Fünf Fragen zu einer scheinbar endlosen Debatte, in: Audit Committee News, Ausgabe 31/September 2010, S. 4–7.
- Maug, E. (1998): Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?, in: The Journal of Finance, Vol. 53, No. 1, February 1998, S. 65–98.
- Reglement Swiss All Share Index der SIX Swiss Exchange, 12/2009.

Revidierter Kommentar zur Corporate Governance Richtlinie vom 18. September 2002 (Stand am 20. September 2007), SIX Swiss Exchange.

Schwarz, G. (2004): Wider die Selbstbedienung von Wellenreitern – Topmanager bringen die Marktwirtschaft in Verruf, in: Neue Zürcher Zeitung vom 28. Februar 2004, S. 21, als auch in: NZZ Fokus: Gehälter, Gagen und Gewinne – Zur Debatte um exorbitante Verdienste, Schwerpunkt-Dossier der Neuen Zürcher Zeitung, Nr. 28, Juni 2006, S. 10–11.

Tosi, H.L. / Werner, S. / Katz, J.P. / Gomez-Mejia, L.R. (2000): How Much Does Performance Matter? – A Meta-Analysis of CEO Pay Studies, in: Journal of Management, Vol. 26, No. 2, 2000, S. 301–339.

Verordnung gegen die Abzockerei (VgdA), Vorentwurf vom 14. Juni 2013.

Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung, BankV) vom 17. Mai 1972 (Stand am 1. Januar 2013), SR 952.02.

Vogt, H.-U. (2012): Aktionärsdemokratie – Über die Möglichkeiten und Grenzen der Verwirklichung eines politischen Leitbildes im Aktienrecht, mit besonderer Berücksichtigung der Revision des schweizerischen Aktienrechts, Zürich/St. Gallen 2012.

Wooldridge, J.M. (2013): Introductory Econometrics – A Modern Approach, 5. Auflage, Ohio 2013.